

وزارة الدولة للتنمية الإدارية

Motion MEDIA PRODUCTIONS



أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

crdc by SAMS
مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

المؤتمر العلمى السنوى الرابع عشر لأكاديمية السادات

" الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية "

يومي الاثنين والثلاثاء الموافقين ٢٦ ، ٢٧ إبريل ٢٠١٠

تحت رعاية

الأستاذ الدكتور / أحمد درويش
وزير الدولة للتنمية الإدارية

الأستاذ الدكتور / محمود محيى الدين
وزير الاستثمار

رئيس المؤتمر
الأستاذ الدكتور / أحمد يوسف
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

أمين عام المؤتمر
الأستاذ الدكتور / عبد المطلب عبد الحميد
عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير



Arabeya Online
عربية أون لاين

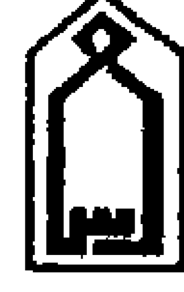












Media Motion Productions مركز الاستشارات والبحوث والتطوير أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر لأكاديمية السادات

" الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية
ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية "

يومي الأحد والاثنين ٢٦ – ٢٧ إبريل ٢٠١٠

بقاعة المؤتمرات بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية بالمعادى

تحت رعاية

الأستاذ الدكتور / أحمد درويش
وزيـــر الدولـــة للتنميـــة الإداريـــة

الأستاذ الدكتور/ محمود محيي الدين
وزير الاستثمار

رئيس المؤتمر

الأستاذ الدكتور/ أحمد يوسف

رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

أميـــن عـــام المؤتـــمر

الأستاذ الدكتور/ عبد المطلب عبد الحميد

عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

كلمة

الأستاذ الدكتور / أحمد يوسف

رئيس الأكاديمية

إن أهمية سوق الأوراق المالية فى منظومة التنمية الاقتصادية تنبع أساساً من دورها فى جذب الاستثمارات من خلال آليات تحفيز الاستثمار فى ظل الأزمات ، الاقتصادية المختلفة وفى الحد من الآثار السلبية لتلك الأزمات ويتحدد ذلك ليس فقط من خلال وضع السياسات الاقتصادية ولكن فى ترجمة تلك السياسات إلى برامج وخطط متوسطة وقصيرة الأجل ؛ لتنظيم العلاقة بين دور الحكومة والأطراف الأخرى فى منظومة السوق من شركات سمسرة وشركات وساطة مالية وبنوك ، بما يساعد على تنشيط السوق وحسن استغلال الموارد .

إن الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ؛ تتحدد من خلال المستحدثات والإصلاحات الهيكلية للتشريعات والقوانين وتعميق مفهوم تغيير المناخ الاستثمارى، والمساعدة على إجراء تغيير ثقافى فى المجتمع يشجع على تدعيم دور القطاع الخاص فى مواجهة مشكلات التنمية وخلق البيئة المناسبة التى تساعد على تطوير سوق الأوراق المالية.

وإيماناً من أكاديمية السادات للعلوم الإدارية بدورها فى تحقيق حوار مجتمعى بنّاء يتناول أطر مشاركة القطاع الخاص للقطاع الحكومى فى خلق آليات فعالة لتنشيط السوق وجذب الاستثمارات وخلق فرص جديدة والعمل على تخفيف العبء على الدولة ، بما يساعد على الوصول إلى نتائج وتوصيات عملية ترتبط بظروف الحال وقابلة للتطبيق .

ولقد جاء اختيار موضوع المؤتمر والموضوعات الفرعية المنبثقة منــه برعاية كريمة من معالى الأستاذ الدكتور / أحمد درويش وزير الدولة للتنمية الإدارية الرئيس الأعلى للأكاديمية ومعالى الأستاذ الدكتور / محمود محيــى الدين وزير الاستثمار تأكيداً للدور الرائد للأكاديمية فى تناول الموضوعات التى تمثل تزاوجاً بين الأطر الفكرية والواقع العملى للسوق.

وأخيراً فإن هذا المؤتمر ما هو إلا تأكيد على طموحنا لمواجهة المتغيرات التى تحدث فى بلدنا العزيز مصر .

والله الموفق ،،،،

كلمة

الأستاذ الدكتور / عبد المطلب عبد الحميد

عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير بالأكاديمية

تفجرت الأزمة الاقتصادية العالمية فيما عرف في بدايتها بالأزمة المالية المصرفية العالمية أزمة الرهن العقاري الأمريكية في ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨ ، وألقت بآثارها المباشرة على أسواق الأوراق المالية في كل دول العالم ، ولازالت آثارها غير المباشرة مستمرة حتى نهاية ٢٠١٠ فيما يعرف بالسيناريو المتفائل .

وتشير بعض الدراسات والتوقعات الأخرى أنها ستنتهي في ٢٠١٣ طبقاً للسيناريو المتشائم ، ومنذ أن تفجرت تلك الأزمة وكل القائمين على إدارة أسواق المال وأسواق الأوراق المالية يقومون بوضع التصورات والرؤى المستقبلية لأسواق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية ؛ لنقل تلك الأسواق إلى أوضاع أفضل وتحقيق ما يسمى بالكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق العالمية.

ومن منظور أن كل سوق للأوراق المالية له ظروفه التي تعكس أداء الاقتصاد القومي الذي يعمل فيه ؛ فقد اختار مركز الاستشارات والبحوث والتطوير أن يكون عنوان المؤتمر السنوي الرابع عشر لأكاديمية السادات للعلوم الإدارية بعنوان:

" الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"

إيماناً من المركز والأكاديمية في المشاركة في وضع الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ؛ لتكون أكثر كفاءة اقتصادية ما بعد الأزمة وأكثر

جذباً للاستثمارات المباشرة وغير المباشرة ، داعيين في ذلك كل الأطـراف المعنية للمشاركة في صنع تلك الرؤية المستقبلية ، تمثل : وزارة الاستثمار وهيئة الرقابة المالية والبورصة المصرية، والبنوك وشركات الأوراق المالية والسمسرة متمثلة في القيادات المختلفة لتلك المؤسسات والمنظمات ، وكذلك الأكاديميين أساتذة الجامعات والباحثين العلميين والخبـراء المتخصـصين ؛ ليتحاورا ويناقشوا الأبعاد والموضوعات المختلفة التي تنطوي عليها أجنـدة المؤتمر ومحاوره وذلك في إطار الرعاية الكريمة من كلٍ من معالي الأستاذ الدكتور/ أحمد درويش وزير الدولة للتنميـة الإداريـة الـرئيس الأعلـى للأكاديمية ومعالي الأستاذ الدكتور / محمود محيى الدين وزير الاسـتثمار داعمين للدور الرائد الذي تقوم به الأكاديمية والتي يعمل من خلالها مركـز الاستشارات والبحوث والتطوير بالأكاديمية.

وفقنا الله جميعاً إلى مافيه خير مصرنا الحبيبة التي نتمنى لها كل تقـدمٍ وازدهارٍ ونمو ، والوصول إلى أوضاع اقتصادية تحت قيادة زعيمها وقائـد مسيرتها **الرئيس محمد حسني مبارك** حفظه الله ورعاه من كل مكروه وأمد في عمره دائماً إن شاء الله .

اليوم الأول

الاثنين ٢٦/٤/٢٠١٠

تسجيل واستقبال من الساعة ٩,٠٠ إلى الساعة ٩,٣٠ صباحا

الجلســة الافـتـتـاحيــة: من الساعة ٩,٣٠

المتحدثون:

- الأستاذ الدكتور/عبد المُطّلب عبد الحميد — عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير وأمين عام المؤتمر
- الأستاذ الدكتور /أحمد يُوسُــف — رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ورئيس المؤتمر
- الاستاذ الدكتورالوزير/ محمود محي الدين — وزير الاستثمار
- الأستاذ الدكتور الوزير /أحمد درويش — وزير الدولة للتنمية الإدارية والرئيس الأعلى لاكاديمية السادات للعلوم الإدارية وراعى المؤتمر

استراحة: من الساعة ١٠,٣٠ إلى الساعة ١١,٠٠

الجلســة الأولى: من الساعة ١١,٠٠ إلى الساعة ١٢,٣٠

موضوع الجلسة: المدخل الاقتصادى للاصلاح الهيكلى وتأثيره على كفاءة سوق الأوراق المالية فى ظل الازمة الاقتصادية العالمية

رئيس الجلسة: أ.د. مصطفى السعيد
رئيس اللجنة الاقتصادية بمجلس الشعب

المتحدثون:

١- أ.د. / حسن حسني	تداعيات الأزمات المالية على المستوى الدولي والاقليمي والمحلي
٢-أ.د/ أشرف كمال	الازمة الاقتصادية العالمية ، الجذور –التداعيات والدروس المستقبلية.
٣-د/ أحمد الدقن	The evolution of government role in the liberal economy before and after the world financial crisis of 2007-2010
٤-د/ أنور النقيب	الاطار الفكرى للازمات الاقتصادية – الازمة الحالية نموذجا
٥- شركة العمالقة لتداول الأوراق المالية	رؤية مستقبلية لسوق الأوراق المالية في ظل الأزمة العالمية من وجهة نظر شركات السمسرة

الجلســة الثانيــــة: من الساعة ١٢,٣٠ إلى الساعة ٢,٣٠

موضوع الجلسة: : دور وزارة الاستثمار فى اعادة الهيكلة وآليات تحفيز الاستثمار فى السندات .

رئيس الجلسة أ.د فادية عبد السلام

مدير معهد التخطيط القومي

المتحدثون:

١-أ.د/إبراهيم العشماوى : دور وزارة الاستثمار فى اعادة الهيكلة وآليات تحفيز الاستثمار فى السندات.

٢- أ/ حمدي رشاد استثمار الموارد في سوق الأوراق المالية مابعد الأزمة الاقتصادية العالمية.

٣-د/ عصام خليفة نبذة عن صناديق الاستثمار.

٤-د/ عماد حسان The Government Boundry Decision For The Privatization Process Of Public Asset In Egypt.

٥- د/ ايهاب الدسوقي آليات تحفيز الاستثمار في السندات

اليوم الثانى

يوم الثلاثاء ٢٠١٠/٤/٢٧

الجلســة الأولى: من الساعة ٩,٠٠ الى الساعة ١١,٠٠ .

موضوع الجلسة: " دور البنوك وصناديق الاستثمار فى تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية (رؤية مستقبلية)

رئيس الجلسة أ/ اسماعيل حسن

رئيس بنك مصر ايران ومحافظ البنك المركزي الأسبق

المتحدثون:

١-أ.د/ نبيل حشاد: آليات تفعيل دور البنوك في تنشيط سوق الأوراق المالية مابعد الأزمة المالية العالمية.

٢-أ/ أحمد نصحى: دور البنوك والبنك المركزي في تنشيط سوق الأوراق المالية.

٣-د/ مصطفى النشرتي: تقييم كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد بالبورصة المصرية.

٤-د/علي سعد: تقييم أثر السياسات الإلزامية على عوائد ومخاطر صناديق الاستثمار.

استراحة : من الساعة ١١,٠٠ الى الساعة ١١,٣٠.

الجلســة الثانيــة: من الساعة ١١,٣٠ إلى الساعة ١,٣٠

موضوع الجلسة: دور هيئة الرقابة المالية و المؤسسات المالية فى تطوير كفاءة سوق الاوراق المالية

رئيس الجلسة أ.د. زياد بهاء الدين
رئيس هيئة الرقابة المالية

المتحدثون:

١-أ.د/ حسن سرى صيام	دور شركة مصر للمقاصة فى تعميق السوق .
٢- أ.د/ مختار الشريف	تزايد أهمية الحوكمة للاصلاح كأثر للأزمة العالمية.
٣-د/ عادل رجب الزنداح -أ/أسامة ابراهيم الأزرق	تحسين متطلبات الافصاح فى التقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي.
٤- د/ محمد الخولي	الأزمة المالية العالمية وأثرها على السياسات السكانية

استراحة: من الساعة ١,٣٠ إلى الساعة ٢,٠٠

الجلســة الثالثــة: من الساعة ٢,٠٠إلى الساعة ٣,٣٠

موضوع الجلسة: دور بورصة النيل وشركات الوساطة المالية وسماسرة الاوراق المالية فى تعميق السوق.

رئيس الجلسة : أ.إماجد شوقى رئيس البورصة المصرية.

المتحدثون:

١-د/ محمد عمران	دور بورصة النيل فى تمويل المشروعات الصغيرة.
٢-أ.د/ مختار الشريف أ/ ايمــان ابــراهيم عبــد المنعم	دور البورصة في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة مابعد الأزمة الاقتصادية العالمية.
٣- أ.د / حسن الحيوان	دور شركات الوساطة المالية وسماسرة الاوراق المالية فى تعميق السوق.
٤-أ.د/ السيد الطيبى	تقويم أثر المضاربة الاقتصادية على دور بورصات الاوراق المالية.
٥-د/ مها محمود طلعت مصطفى	الاستخدامات المعلوماتية المستخدمة لدعم الاستثمار فى الأسهم.

الجلســة الختــاميــة : من الساعة ٣,٣٠ – ٤,٠٠

لاعــلان التوصيــــات

رئيس الجلسة: **أ.د. عبد المطلب عبد الحميد**

عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
وأمين عام المؤتمر

تداعيات الأزمات المالية

على المستوى الدولى والإقليمى والمحلى

أ.د حسن حسني

نائب رئيس الأكاديمية الأسبق

مستشار الاستثمار والتمويل وأسواق المال

خبير بالأمم المتحدة

مقدمة:

يواجة العالم من فترة لأخرى أزمات مالية تعددت مسبباتها وآثارها السلبية على أقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. وأن كانت تداعياتها المركبة تؤثر بشكل مباشر على أقتصاديات الدول الكبرى والأسواق العالمية وبشكل غير مباشر واقل آثراً على الاسواق المالية المحلية.

والباحث فى تاريخ الأزمات المالية لابد وأن يتناول بالدراسة والتحليل أهم الأزمات التى حدثت خلال القرن العشرين، وهى :

- أزمة الكساد العالمى سنة ١٩٢٩.
- أزمة المناخ فى الكويت أغسطس ١٩٨٢.
- أزمة انهيار أسواق المال فى أكتوبر ٨٧ (الأثنين الأسود)
- أزمة السيولة في دول جنوب شرق أسيا سنة ١٩٩٧.
- ازمة اكتوبر ٢٠٠٨.

ثم لابد وأن يتطرق تفصيلاً للأزمة المالية العالمية الحالية وتداعياتها والتي ما زالت معظم الدول تعانى من آثارها بعد احتدام انهيار بعض المؤسسات المالية الكبرى اعتباراً من النصف الثانى من سنة ٢٠٠٨.

ويستهدف هذا البحث استعراض وتحليل أهم دوافع ومسببات هذه الأزمات مما يسهم فى تشخيص تداعياتها وبالتالي تقديم بعض المقترحات اللازم تطبيقها لتلافى آثارها المالية والأقتصادية مستقبلاً.

أولا : أزمة الكساد العالمي سنة ١٩٢٩

عقب أنتهاء الحرب العالمية الأولى سادت حالة من التفاؤل وبدأت دول العالم تتعافى تدريجيا من أهوال الحرب وبالتالى أزدهر النشاط الأقتصادى وبدأت فترة من الرواج والتقدم أعتباراً من سنة ١٩٢٥ حيث وجهت استثمارات عديدة لمضاعفة الأنتاج الصناعى كما سعت بعض الحكومات إلى جانب جميع البنوك فى تمويل المشروعات الأستثمارية من خلال المساهمات أو بتقديم قروض ميسرة مما أدى إلى زيادة أرباح الشركات وبالتالى تحفيز الاستثمار فى الاوراق المالية كما زادت المضاربات على شراء

الأوراق المالية ثم بيعها خلال فترة وجيزة بأسعار أعلى.

ومع تزايد هذا النمط من المعاملات ارتفعت أرباح وأسعار الاوراق المالية المتداولة فى البورصات مما شجع البنوك على منح القروض للمضاربين لتمويل عمليات المضاربة ثم إستعادة هذه الأموال بتوريق هذه الديون وأصدارها فى شكل سندات مما أدى إلى زيادة أرباح البنوك والأفراد وأنعكس ذلك فى أنتعاش الطلب على السلع الاستهلاكية مما شجع على زيادة الأستثمار فى مختلف مجالات أنتاج السلع الأستهلاكية أو السلع والمعاملات الرأسمالية.

ونتيجة للافراط فى التمويل بالسندات أرتفعت أسعارها منذ سنة ١٩٢٧ وأصبحت غير مرتبطة بالقيمة الحقيقية لها حيث يوضحالجدول رقم (١) تطور مؤشرات الرقم القياسى لاسعار الأوراق المالية فى بورصة نيويورك خلال الفترة من سنة ١٩٢٥ إلى سنة ١٩٢٩.

السنة	الرقم القياسى	السنة	الرقم القياسى
ديسمبر ١٩٢٥	١٠٠	ديسمبر ١٩٢٨	١٧٨
ديسمبر ١٩٢٧	١٢٩	سبتمبر ١٩٢٩	٢١٦

ومع ازدياد عمليات المضاربة وأزدهار التعامل فى الأوراق المالية دون ربط ذلك بمؤشرات اداء الشركات بل ودون الانتباه إلى مخاطر إنهيار الأسعار نتيجة لموجات الكساد التى بدأت سنة ١٩٢٩ وأستمرت تداعياتة حتى سنة ١٩٣٢ خاصة بعد أن امتدت ازمة الكساد لتشمل العديد من الدول حتى بلغ عدد المنفصلين عن العملحوالى ٣٠ مليون عامل كما صاحب ذلك انخفاض حاد فى الطلب مما أدى الى تدهور أقتصاديات الانتاج فى الدول الصناعية وفى الدول النامية المصدرة للمواد الاولية كما صاحب ذلك اندفاع جنونى للمضاربة فى الاوراق المالية خاصة بعد اصدار اسهم جديدة بلغت قيمتها حوالى مليون دولار لشراء الاوراق المالية والاحتفاظ بها فى ضوء توقعات خاطئة لاستمرار الرواج ومع تدخل البنوك فى البورصة تامينا لمراكز السيولة والربحية بدأت اسعار التداول فى البورصة تتقلب ارتفاعاً وانخفاضاً ترتب عليها اندفاع المستثمرين الضعفاء لاسترداد ودائعهم فى مناخ يسوده الذعر مما أدى الى زيادة طلبات البيع وتسييل محافظ الأوراق المالية وبالتالى تدهورت الأسعار الى ان تدخل بنك مورجان لشراء الأسهم حيث تم بيع ١٢,٨٩٤,٦٥٠ سهما خلال ١٢ ساعة بلغت خسارتها ٦مليار دولار ثم توالت تداعيات الأزمة وانهارت اسعار اسهم شركة الصلب الأمريكية وشركة منتشجان حيث انخفضت اسعار اسهمهما بمعدل دولارين كل دقيقتين كما بيعت اسهم شركة ITT وعددها ٣,٢٥٩,٨٠٠ سهما بخسارة قدرها ٢مليار دولار وبمعدل ١٧دولار خسارة فى كل سنه وذلط خلال مدة لاتزيد عن ١٥ دقيقة س ثم بيع عدد ١٦,٣٨٣,٧٠ سهما بخساره قدرها ١٠مليار دولار ونتيجة لزيادة عمليات المضاربة وانهيار اسعار البورصه اصبحت معظم حسابات المستثمرين مكشوفة نتيجة لاقتراضهم من البنوك لتمويل عمليات المضاربة أنخفض مؤشر بورصة نيويورك من ٤٥٢ سنة ١٩٢٩ الى ٥٨ سنة ١٩٣٢ بعدما انخفضت اسهم شركة الصلب الأمريكية من ٢٦١ دولار سنة ١٩٢٩ الى ١٢ دولار سنة ١٩٣٢ والجدول التالى يوضح تطور انخفاض مؤشر الرقم القياسى لمعاملات بورصة نيويورك خلال الفترة من سنة ١٩٢٩ الى سنة ١٩٣٣

الشهر	الرقم القياسى	الشهر	الرقم القياسى
سبتمبر ١٩٢٩	٢١٦	ديسمبر ١٩٣١	٥٤
اكتوبر ١٩٢٩	١٩٢	ديسمبر ١٩٣٢	٤٥
ديسمبر ١٩٢١	١٤٧	ابريل ١٩٣٣	٤٩
ديسمبر ١٩٣٠	١٠٢	ديسمبر ١٩٣٣	٧٩

ثانيا : أزمة سوق المناخ بالكويت سنة ١٩٨٢

تم إنشاء البورصة سنه ١٩٧٧ كما بأت معاملات سوق المناخ التى تخصصت فـى تـداول لسـهم الشركات التى يتم تأسيسها خارج الكويت كالأسهم الخليجية بالأضافة الى تدول الأسهم غير المدرجة فى البورصة وبالفعل نشطت معاملاتها كسوق لتداول اسهم الشركات الخليجية التى يؤسسها الكويتيون خارج الكويت بعد إيقاف تسجيل أى شركات جديدة بالكويت مع الأخذ في الاعتبار ضيق السوق المالية الكويتية ومحدودية الطاقة الأستعابيه للأقتصاد الكويتى ونتيجه للمضاربات الحاده بأسعار الأسهم الكويتيـة ومـا حققته من أراح ضخمة أتجه المواطنون الى دول الخليج العربى لتأسيس شركات وهميه بإصدار الأسهم والمتاجرة بها حتى بلغ عدد هذة الشركات ٤٠ شركة ثم تلي ذلك تعدد عمليات تجزئة الأسهم الى أسـهم قيمتها لنقل عن (مائة فلس) للتغرير بصغار المستثمرين الذين يتعاملون مع الاسهم بقيمها الاسمية وليس بما تمثلة من قيم حقيقية خاصة بعد أن بيعت بعض الاسهم غير مدفوعة القيمـة بالكامـل حيـث تبـدو أسعارها رخيصة جداً وأصبح من الممكن شراء مليون سهم خليجى بنفس القيمة التى يمكن بهـا شـراء عشرة آلاف سهم كويتي مع أرتفاع أرباح التداول ، فضلاً عن لمكانية بيع تلك الاسهم بصـفقات آجلـة تفوق السعر النقدى بمعدلات عالية. وقد ترتب على ذلك لزدهار عمليات المضاربة وزيـادة الاربـاح ، وتفشت ظاهرة الشراء الآجل لشيكات مصرفية مع أرتفاع معدلات الفوائد بلغ عددها حـوالي ٣٠,٠٠٠ شيك تغطى عقود أسهم آجلة قيمتها ١٠٠ مليار دولار أمريكى كما أمتدت حمى المضاربة إلى العقارات داخل مبنى سوق المناخ ذاته، مع تخلف أحد كبار المتعاملين عن دفع التزاماته المستحقة فـي مواعيـدها حيث انهارت السوق وبسرعة وتحول أصحاب هذه الأوراق إلى الأسواق المجاورة لبيع أسهمهم ولتدبير السيولة اللازمة مما أدى إلى أنخفاض أسعار الاسهم فى معظم تلـك الأسـواق وحـدوث مزيـد مـن الانهيارات فى المراكز المالية وتفاقمت الخسائر مما اضطر الحكومة إلى شراء أسهم الشركات المساهمة المقفلة بأسعار تزيد عن قيمتها ٣٠% كما صدر عدد من التشريعات التنظيمية من اهمها وقـف التعامـل بالآجل وحظر تداول الأسهم الجديدة خلال فترة معينة ، او قبل الترخيص بالتدول مع لإيقـاف أنشـاء الشركات المغلقة ذات أعداد المساهمين الكبيرة، وأنشاء هيئة التحكيم للنظر فى المعاملات الآجلـة مـع منحها بعض الصلاحيات شاملة التحفظ على أموال للمدين والمنع من السـفر ، وتسـوية المنازعـات ، وتقرير طريق الوفاء بالديون والحكم بابطال أو فسخ بعض المعاملات وتعديل الأسعار المتفـق عليهـا ، والحكم بالحبس على المدين المعسر الذى يخفى أمواله.

كما أنشئت مؤسسة التسوية التى تحيل اليها هيئة التحكيم المدين المعسر لتتولى بدورها جرد وتقييم عناصر الأزمة المالية والاشراف على ما قد يتم من تسويات أو تفليسات أوالحراسة علـى

الأموال ، وصرف صكوك للدائنين بقيمة ما يتوقع الحصول عليه من ذمة المدينين.

كما تم أنشاء صندوق " ضمان " لمساعدة صغار الدائنين نقداً او بسندات وخفض الديون المستحقة بما يوازى الأسعار الفورية للأسهم المتعامل عليها يوم التعاقد مضافاً اليها نسبة ربح لا تتجاوز ٢٥% سنويا وتقديم بعض التسهيلات المالية ، ومن أهم أسباب أزمة المناخ العمليات الآجلة التي يقتصر فيها التأجيل على مجرد أداء الثمن مما يجعلها من قبيل عمليات التسوية (لا التصفية) أى أن التعامل فى سوق المناخ كان فى حقيقته قائماً على نوع من الائتمان غير المنظم لعبت فيه عوامل مختلفة أدواراً متشابكة ، ومع وجود توقعات تفائلية عن تطور أسعار الأوراق المالية وبالتالى زادات الحاجة إلى نقود حاضرة لمواصلة التعامل أو لسداد الديون ، ومع ما يترتب على ذلك من أرباح أو خسائر ناتجة عن الفرق بينما بين السعر النقدى المقترن بأداء فورى والسعر المتعاقد عليه للأداء المؤجل مما أفقدها المصداقية الشرعية باعتبارها ائتمان مشروط بفائدة ربوية يقبلها المقترض اما طمعاً أو أضطراراً. خاصة وأن معظم تداولات السوق تتم على أسهم شركات وهمية لا تزاول أى نشاط

__ثالثاً : أزمة الأثنين الأسود__

يوم الأثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ عادت مخاطر انهيار أسعار معاملات البورصة الأمريكية بعدما سجل مؤشر داوجونز في بورصة نيويورك انخفاضاً قدره ٢٢% متجاوز بذلك المعدل المسجل فى أنهيار عام ١٩٢٩ وقدرة ١٢,٩% ، وسادت حالة من القلق بين المستثمرين فى بورصة نيويورك وتم بيع ٥٠ مليون سهم تقريباً ثم توالت الأنهيارات تباعاً فى بورصات العالم على النحو التالى :

وهي أول سوق تفتح حيث أنخفض مؤشر " نيكى داو جونز " من ٢٦٣٦٦ إلى ٢٥٧٤٦ بمقدار ٦٢٠ نقطة.

هونج كونج أنخفض مؤشر هانج سانج بمقدار ١٣٣ نقطة فى ٤٠ دقيقة زادت إلى ٤٢١ نقطة تدريجياً مما أضطر المسئولين إلى أغلاق البورصة لمدة أربعة أيام .

ثم توالت الانهيارات في الأسعار حيث بلغت الخسائر في طوكيو ١٥% ، لندن ١٠% ، فرانكفورت ١٠% ، باريس ٩,٣% ونتيجة لتضخم عرض الأوراق المالية فى السوق الرسمية أو فى سوق المناخ زاد حجم الاسهم الكويتية القابلة للتداول " شركات عامة " بنحو ٢٠٠ مليون سهم خلال عام ١٩٨١ – ١٩٨٢ مقابل ٣٤٠٠ مليون سهم خليجى تبلغ قيمتها الأسمية ٥٠٠ مليون دينار كويتى ، أى ما يضاهى مجموع الأسهم الكويتية القابلة للتداول سنة ١٩٨٢ ، فضلاً عن تأسيس نحو ١٠٠ شركة مغلقة برأسمال قدرة ١١٦٠ مليون دينار كويتى ، أسفر هذا الأنهيار عن خسائر للمستثمرين فى بورصة نيويورك وحدها بلغت ٥٠٠ مليار دولار خلال ٢٤ ساعة فقط ، ثم هدأت العاصفة فى بورصة نيويورك بشكل مؤقت نتيجة لتدخل البنك المركزى الأمريكى مع تخفيض أسعار الفائدة مما أعاد بعض الثقة للمستثمرين حيث توقف الهبوط وتحسنت الأسعار قليلاً ، لم تتمكن من إيقاف ضغوط التشاؤم وانخفضت نتيجة لصدور الأسعار مرة أخرى ، بفعل أوامر البيع الكثيفة من جانب المستثمرين الاجانب .

بدأت الازمة منذ بداية عهد الرئيس الأمريكى (ريجان) التركيز على جانب العرض فى إدارة الأقتصاد الأمريكى لتحقيق معدلات نمو عالية وبالفعل حين أرتفعت معدلات التوظف وانخفضت معدلات الفوائد ومعدلات التضخم نتيجة اجراءات اقتصادية تمثلت فى تخفيض معدلات الضرائب والتوسع فى الأنفاق العام وزيادة حجم الاستهلاك ورفع سعر الدولار وجذب الاموال من الخارج الا أن الإدارة الامريكية تحملت ثمناً باهظاً مقابل ذلك تمثل فى أرتفاع العجز فى الموازنة العامة وتفاقم العجز التجارى وتحول الولايات المتحدة إلى أكبر مدين فى العالم بعد ما كانت أكبر دائـــن له ، وبالتالى أنخفضت اسعار الدولار أمام العملات الدولية الاخرى ، اسعار الفائدة طويلة الآجل للأرتفاع اعتباراً من خريف ١٩٨٦ وحتى خريف ١٩٨٧ مما أدى إلى قيـــام مـــديرى محـــافظ الأوراق المالية بعمليات مراجحة بين الأسهم والسندات ، الامر الذى انهياراً في أســـعار الأســـهم بسبب أنخفاض العائد وارتفاع المخاطر مقارنة بالعائد مع الأوراق المالية الأخرى ، حيث شهدت الفترة من ١٩٨٢ وحتى ١٩٨٧ نمواً ملحوظاً فى المعاملات وبلغت مؤشرات النمو فى بـــاريس ٢٧٥% وفى طوكيو ٢٧٠% وفى لندن ٢٠٣% وفى نيويورك ١٩٧%، كما ساهم فـــى حـــدوث الأنهيارات عدة عوامل أخرى منها أجهزة الكمبيوتر وبـــرامج المتـــاجرة ، ونظـــم الاتصـــالات ومعاملات سوق المستقبليات والخيارات وفيما يتعلق بالكمبيوتر كان لأوامر البيع الأوتوماتيكيـــة دخلاً كبيراً فى توالي موجات هبوط الأسعار ، كما حيث برنامج تأمين إدارة المحافظ الأربـــاح فى حالة أرتفاع البورصة أو لتحقيق أقل خسارة ممكنة فى حالة الأنخفاض دورا مؤثراً في أنهيار الاسعار نتيجة لتطبيق هذا الأسلوب وترتب على ذلك حدوث فجوة حيث قدرت حجـــم الخســـائر على مستوى البورصات الدولية بحوالي ٢٠٠٠ مليار دولار ، مع تأثر القطاع العائلى بانخفـــاض قيمة وعوائد محافظ أوراقة المالية وبالتالى أنخفاض معدلات الاستثمار.

<u>رابعاً : أزمة جنوب شرق آسيا سنة ١٩٩٧</u>

ظهرت بوادر هذه الأزمة سنة ١٩٩٧ داخل العديد من الدول النامية خاصة دول جنوب شرق آســـيا بعد تحقيق معدلات نمو ملحوظة منذ أوائل التسعينيات حيث شهدت تقلبات شديدة فـــي أســـواق الأوراق المالية وفى أسواق العملات ، أسفرت عن حدوث هزات أقتصادية فـــى معظـــم البورصـــات العالميـــة الاخرى، وقد بدأت الأزمة فى تايلاند حيث قام ستة من كبار تجار العملة فى بانكوك بالمضـــاربة علـــى خفض سعر الباث التايلاندى (العملة الوطنية) بعرض كميات كبيرة منه للبيع مما أدى الى خفض قيمة العملة ونتج عن ذلك تراجع حاد فى أسعار الأسهم وانسحاب المستثمرين الاجانب، كما صـــاحب ذلـــك ارتفاع قيمة الديون المتعثرة في البنوك التى كانت تعانى من انكشـــاف القـــروض الممنوحـــة بالـــدولار الامريكية المضمونة بأصول محلية ، ثم انتقلت الأزمة إلى جميع دول جنوب شرق آســـيا وأنخفـــض " الرنجنت " الماليزى بنسبة ١٧,٨% وأنخفضت الروبية الاندونيسية بنسبة ٢٤,٦%، والبيزو الفلبينى بنسبة ٢١,٧% وعملتى سنغافورة وهونج كونج بنسبة ٨,٢% ، ٥% على التوالى ، ثم انتقلت الاضطرابات إلى أسواق أوربا خصوصاً بريطانيا والولايات المتحدة الامريكية.

وانخفضت أسعار الأسهم الأمريكية فى بورصة نيويورك وانخفض مؤشر داوجونز بمقـــدار ٧% كما أنخفض مؤشر ناسداك للشركات الأكبر شعبية فى السوق بحوالى ١١% ، كما صاحب

هذا الانخفاض أنخفاض مماثل فى البورصات الاسيوية والاوربية بدرجات مختلفة على الرغم من أن ارتفاع مؤشرات أداء الاقتصاد الامريكى حيث بلغ معدل نمو الناتج المحلى الاجمالى ٣,٥% ونسبة البطالة ٥% من قوة العمل ، كما بلغ معدل التضخم ٢,٥% ،

وكان من أهم أسباب حدوث وأنتشار الأزمة ما يلى :

١- تراجع الصادرات فى دول جنوب شرق آسيا بسبب قيام الصين سنة ١٩٩٤ بتخفيض سعر صرف عملتها بنسبة ٥٥% مقابل الدولار الأمريكى مما أكسب صادرتها ميزة تنافسية مقارنة بصادرات الدول الأخرى فى المنطقة.

٢- ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوربية والين اليابانى حيث أدى ذلك إلى أنخفاض القدرة التنافسية لصادرات دول جنوب شرق آسيا مقارنة بأوربا واليابان.

٣- العجز الكبير فى موازين الحسابات الجارية فى بعض دول جنوب شرق آسيا : مما جعل تلك الدول تسعى إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل هذا العجز حتى بلغت نسبته إلى الناتج المحلى الأجمالى ٣,٦% فى أندونيسيا ، ٤,٢% فى الفلبين ، ٤,٩% فى ماليزيا ، ٧,٩% فى تايلاند ، خاصة بعدما شهدت منطقة جنوب شرق آسيا ولعدة سنوات سابقة تدفقات رأسمالية ضخمة من مختلف دول وأسواق العالم.

٤- العجز الكبير فى الموازنات العامة لدول جنوب شرق آسيا ، مما دفع تلك الدول للأعتماد أساساً على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية ، لتمويل ذلك العجز حيث بلغت تلك التدفقات ١٤٢ مليار دولار عام ١٩٩٦ ، مما أدى الى تضخم عبء الدين الخارجى الذى تتحملة تلك الدول (٤٨% من الناتج المحلى فى كل من إندونيسيا والفلبين ، ٣٩% فى ماليزيا) ، مع أنخفاض أسعار الصرف وانعكاستة السلبية على المراكز المالية للمؤسسات المصرفية فى تلك الدول.

٥- ارتفاع مديونيات البنوك المحلية والمشتركة بالعملات الأجنبية ، إذا توسعت تلك البنوك فى الأستدانة بالدولار خلال السنوات الأخيرة لتمويل مشروعات للتوسع وتوفير السيولة مما عرضها لمخاطر عديدة بعد تخفيض قيمة العملة المحلية كما حدث فى تايلاند وماليزيا وإندونيسيا وكوريا الجنوبية.

٦- اتسمت سياسة الاقراض المصرفى فى تلك البلدان بارتفاع نسبة " قروض المجاملة " نتيجة الفساد السياسى أو لتمويل التوسع العقارى وعمليات المضاربة ولا سيما فى سوق الإسكان الفاخر ، مما أدى الى أرتفاع نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها حيث تشير بعض التقديرات إلى أن نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها بلغت نحو ٢٠% من جملة القروض الممنوحة بواسطة البنوك فى تايلاند وحوالى ١٧% فى إندونيسيا وحوالى ١٦% فى كوريا الجنوبية وماليزيا.

٧- الأفراط فى تقديم القروض للشركات التى تتعامل فى العقارات والأسهم مع تعاظم تدفقات رأس المال إلى دول جنوب شرق آسيا مما أدى الى زيادة موجات التضخم حتى بلغت نسبة الائتمان إلى الناتج المحلى الإجمالى فى العديد من دول جنوب شرق آسيا حوالي ١٦٠%.

٨- زيادة المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية برفع أسعار الفائدة السائدة فى البنوك الوطنية على هذه العملات ، وذلك بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكى ، مع تشجيع مختلف المستثمرين على تحويل الدولارات إلى

العملات الوطنية، ومع رفع أسعار الفائدة تحول المستثمرين من الاستثمار في الأوراق المالية إلى الودائع المصرفية للأستفادة من عوائدها المرتفعة وبالتالى عرضت كميات كبيرة من الأسهم والسندات للبيع فى السوق الوطنية دون أن يقابلها طلبات شراء مما أدى الى إنهيار الأسعار الى مستويات مستويات متدنية حيث تراوحت نسبة الانخفاض بين ٢٥% إلى ٥٠% من الأسعار السائدة فى هذه الأسواق قبل حدوث الأزمة.

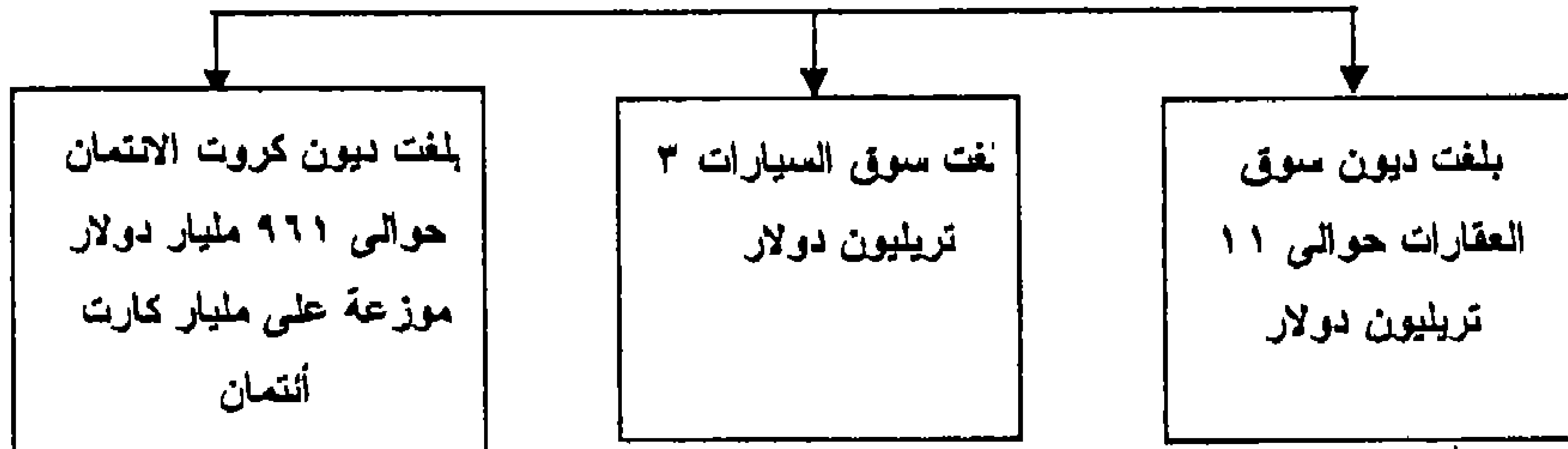
ونتيجة للتداعيات السلبية للأزمة تدخل صندوق النقد الدولى واليابان لوقف تيار الانهيارات المالية والتدهور الاقتصادي فى تلك الدول بعد نحو عشر سنوات من الرخاء بتنفيذ بعض السياسات أهمها مايلي:

- تعزيز الأنظمة المالية والإصلاحات الحكومية لدعم المنافسة المحلية.
- ضبط التضخم وفرض رقابة صارمة علي الأنشطة المصرفية للبنوك التجارية والمتخصصة وشركات الأموال والتأمين.
- إصدار سلسلة من التشريعات التى تستهدف إصلاح النظام المالى مع تخفيض أسعار الصرف.

خامساً : الأزمة المالية الراهنة:

بدأت لحداث هذة الأزمة فى منتصف سبتمبر ٢٠٠٨ بعد إعلان افلاس بنك (ليمان برلذارز) أكبر بنك للتمويل العقارى فى الولايات المتحدة ثم تلا ذلك عده بنوك ثم تصاعدت الأحداث تباعاً مما استلزم وضع خطة إنقاذ مالى لمساعدة البنوك المتعثرة قيمتها ٧٠٠ مليار دولار مع رفع قيمة الضمان الحكومى لأموال المودعين فى البنوك الامريكية من مائة ألف دولار إلى ٢٥٠ ألف دولار. ورغم ذلك استمر إنهيار مؤشرات أسواق الأوراق المالية وتفاقمت الخسائر فى أسواق الولايات المتحدة وأوربا وأسيا وللدول العربية ، وترجع الأزمة أساساً إلى الأفراط فى منح القروض العقارية ثم توريقها حيث تسهم البنوك بطريقة فعالة فى منح الائتمان عن طريق ما تقدمة من قروض سواء برهن المنازل أو لأقساط السيارات وغيرها مما يؤدى إلى تضخم محفظة الديون لدى البنوك حيث يقوم بتوريقها في شكل سندات تباع لطرف ثالث بينما يقوم البنك بتحصيل الفوائد وأصل الديون لحساب الطرف الثالث مقابل رسوم مناسبة، وقد بلغت قيمة الديون التى تم توريقها مقابل رهونات المنازل والسيارات وكروت الائتمان حوالي ١٣ تريليون دولار، كما يمكن تشخيص مسببات وحجم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية على النحو الموضح بالشكل رقم (١):

مسببات الأزمة المالية فى الولايات المتحدة



شكل رقم (١)

ومما أدى إلى انتقال الأزمة إلى الدول الغربية ما قامت به بنوك الاستثمار (وهـى البنـوك التى تؤسسها البنوك التجارية للهروب من الرقابة والتحايل على القيود المنظمة للنشـاط المـالى التى قامت بشراء هذه السندات من البنوك الامريكية ، ومن ومن أهم تداعيات **هذه الأزمـة فـى النصف الأول من شهر أكتوبر ٢٠٠٨ ما يلى :**

١- سجل مؤشر داو جونز الصناعى لأسهم الشركات الأمريكية فى وول ستريت هبوطاً بلغ ١٠,٠٠٠ نقطة للمرة الأولى منذ عدة سنوات ، كما تراجع مؤشر ستاندر أند بورز ٥٠٠ الأوسع نطاقاً ٤٣,٣٤ نقطة بنسبة ٣,٨٥ % وهو أكبر تراجع للمؤشر منذ نـوفمبر ٢٠٠٣ ، وأنخفـض مؤشر ناسداك المجمع لاسهم الشركات التكنولوجية ٨٤,٤٣ نقطة بنسبة ٤,٣٤%.

٢- شهدت الأسواق الأسيوية تراجع كبير من معاملاتها لم تشهده منذ سنوات حيث تراجـع مؤشر نيكى أكثر من ٥% لاول مرة منذ ١١ سبتمبر ٢٠٠١ ثم يعاود الارتفـاع ليستقرالمؤشـر منخفضاً ٣,١% ، كما هبط مؤشر توبكس الأوسع نطاقاً ٥% أيضاً ولتدارك نقص السيولة أعلـن بنك اليابان المركزى ضخ ٧,٢٥ مليار يورو لدعم النظام المصرفى اليابـانى ، كمـا تراجعـت بورصة سول بحوالى ١,٣٥%.

٣- أتجهت الأسهم الأوربية إلى الأنخفاض خاصة أسهم القطاع المصرفى حيـث أنخفـض مؤشر يوروفرست ٣٠٠ بنسبة ٧,٨% ليسجل أدنى مستوى له منذ أربع سنوات ، كمـا تهـاوى مؤشر الفاينانشيال تايمز ١٠٠ فى لندن بنسبة تجـاوزت ٥% ، كمـا هـبط مؤشـر بورصـة فرانكفورت داكس ٣٠ بنسبة زادت على ٦% وانخفض مؤشر كاك الفرنسـى بنسـبة ٥,٧٧% ، وهبط مؤشر داو جونز ٦٠٠ للأسهم الأوربية بنسبة ٥,٢% .

٤- هبطت أسعار الاسهم الآسيوية بشكل حاد فى اليابان حيث أنخفض مؤشر نيكـى بنسـبة ٩% ، وهبط مؤشر هانج سينج الكورى بنسبة ٧,٢% ، وهبط مؤشر ستريت تايمز فى سنغافورة بنسبة ٧,٢.

٥- وفيما يتعلق بالأسواق العربية لوحظ ما يلى :

- واجهت أسواق المال فى الأمارات انهياراً حيث فقد مؤشر سوق دبى ٧٨٠ نقطة بنسبة تراجع بلغت ١٩,٧% وشهدت القيمة السوقية أنخفاضاً حاداً حيث خسرت الأسهم ما يقرب مـن ١٤٢ مليار درهم فى أربعة أيام فقط نتيجة تصاعد التشاؤم لدى المستثمرين جراء انهيار الأسواق العالمية وفى مقدمتها أسواق آسيا وأمريكا.
- تهاوت الأسعار فى سوق السعودية للمرة الثانية فى أقل من شهر حيث تراجع مؤشـر السوق بمقدار ١٢٩٨ نقطة، وبنسبة انخفاض بلغت ١٧,٤% ، كما حققت الأسهم الكويتية خسائر بنسبة ١٠,٥%.
- فقد مؤشر الدوحة ٢٠% من قيمته في سوق قطر حيث تراجع بمقدار ١٨٨٠ نقطـة ، كما فقد مؤشر بورصة عمان بالأردن ٥٨٠ نقطة بنسبة ١٤,٢%، كما فقد مؤشر سوق البحـرين ١٣٤ نقطة بنسبة ٥,٨%.
- شهدت بورصة الأوراق المالية فى مصر أنخفاضاً حاداً بلغ ١٦% ثم واصل السـوق

الانخفاض ليقترب مؤشر CASE30 من مستوى ٥٠٠٠نقطة.

وفي سبيل إيقاف هذه الانهيارات وتعويض بعض خسائرها لم تجد الولايات المتحدة والدول الصناعية الكبرى بدأ من مجموعة العشرين منضم اليها الصين والبرازيل وتعقيد الدول العربية النفطية التى تربطها بالولايات المتحدة مصالح اقتصادية وتخشى على استثماراتها ، وفوائضها النفطية التى تراكمت لدى البنوك الأمريكية.

وتشير مؤشرات الازمة الحالية إلى من أهم أسبابها الافراط فى الاقراض العقارى والأفراط فى المضاربات فى المشتقات داخل أسواق المال بعيداً عن رقابة السلطات النقدية وغياب قواعد وضوابط الحوكمة والإفصاح التى تنادى بها الدول الكبرى والمؤسسات الدولية.

أزمة ١٩٢٩:

وإذا كانت أزمة سنة ١٩٢٩ ادت إلى أفلاس تسعة آلاف بنك فى الولايات المتحدة وحدها ، كما ضاعت أموال الموزعين فى البنوك فى ظل أعسار البنوك العقارية والمتخصصة والتجارية وعدم قدرتها على مواجهة طلبات السحب وأوامر الدفع ، حيث بلغت خسارة هؤلاء المودعين ١٤٠ بليون دولار ، وأرتفع معدل البطالة الى ما يزيد على ٢٥% مع بداية عام ١٩٣٣ ليصل عدد العاطلين إلى نحو ١٣ مليون عاطل ، كما أنخفضت أسعار السلع بنسبة تتراوح ما بين ٢٠ الى ٢٥% ، بينما تجمدت ارصدة الديون وانخفض الانتاج الصناعى بنحو ٤٥% خلال الفترة من سنة ١٩٢٩ الى سنة ١٩٣٢.

ومن ناحية أخرى أدى انهيار الصادرات الزراعية كالقمح والقطن والدخان إلى توقف المزارعين الأمريكيين عن سداد ما عليهم من قروض مما أدى إلى اشتداد أزمة الإعسار المالى لدى البنوك والمؤسسات التى تقوم بعمليات الإقراض.

وتراجعت الاستثمارات العقارية بنسبة ٨٠% بين عامي ١٩٢٩ ، ١٩٣٢م مما يؤكد عدم صلاحية النظام المالى السائد حالياً الذى يعتمد على تحرير الأسواقبهدف زيادة الارتباط المتبادل بين المجتمعات الإنسانية ، وتحرير انتقال رؤوس الأموال والأيدلوجيات تحت مظلة العولمة .

أزمة ١٩٨٧:

كما أدى الانهيار العظيم الذى اجتاح الاسواق المالية فى ١٩٨٧إلى هدم البنيان الرأسمالى من قواعدة حيث أثبت هذا الانهيار زيف آليات السوق ، وعجزها عن تصحيح الاختلالات التى تحدث فى الأسواق ، وهى ليست اختلالات وقتية لقوى العرض والطلب ، وإنما اختلالات هيكلية تتعلق باقتصاديات السوق التى يقوم عليها النظام الرأسمالى حيث وصفت هذه الأزمة بأنها الأسوأ فى تاريخ الأزمات ، حيث انخفض مؤشر داو جونز بمقدار ٣٨ نقطة فى اليوم الأول من أحداث الكساد الكبير عام ١٩٢٩ ، وبنسبة ١٣% بينما انخفض هذا المؤشر فى اليوم الأول للإنهيار الذى اجتاح الأسواق العالمية فى ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ بمقدار ٥٠٨ نقطة بعدما انخفضت أسعار أسهم الشركات بنسبة ٢٢% وخسر أصحاب هذه الأسهم خلال الساعات السبعة الأولى ٥٦٠ مليار دولار ، كما انخفضت أسعار الأسهم فى المملكة المتحدة بنسبة ٢٦,٤% وفى هونج كونج بنسبة ٤٥,٨% ، وكندا بنسبة ٢٢,٥% واستراليا بنسبة ٣١% مما ترتب علية أيقاف التعامل فى بعض

البورصات العالمية بعدما تدفقت أوامر البيع فى موجات متتالية يصعب تجنب سلبياتها فى ضوء سيل الخسائر الى منى بها المتعاملون فى هذه الأسواق من الأفراد والمؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية. وفى ضوء تداعيات الأزمة بسبب تفاقم أزمة الرهونات العقارية التى كانت من أهم أسباب تفجر الأزمة المالية الراهنة والتي اسبابها إلى مـا أنتهجتـة الإدارة الأمريكيـة مـن سياسات تستهدف تمليك كل أمريكي أو من يتمتع بالجنسية الأمريكية عقاراً ولو لم يكن قادراً على السداد وقت تملكه له حيث ترتب على ذلك ما يلى :

١- زيادة أقبال الأفراد والشركات على الاقتراض لشـراء العقـارات بهـدف السـكنى أو الاستثمار أو حتى المضاربة ، كما توسعت المصارف والمؤسسات العقارية وشركات المقـاولات والبنوك العقارية والمتخصصة فى منح القروض دون ضمانات مؤكدة حيث قدر حجم القـروض العقارية بحوالى ٧٠٠ مليار دولار، ونتيجة لتوسع البنوك فى عمليات منح الأئتمـان ، و زيـادة المعروض النقدى، وتهافت الأفراد والمؤسسات على شراء العقارات ، ارتفعت أثمانها ، وأثمـان كافة السلع وبالتالى أرتفعت معدلات التضخم.

٢- فى مواجهة اتجاهات التضخم قام بنك الأحتياطى الفيدرالى الأمريكى برفع سعر الفائـدة لامتصاص فائض السيولة ، وتخفيض معدل التضخم وتحجيم قدرة البنوك على منح الأئتمان مما أدى إلى كثرة حالات التعثر في السداد وعجز معظم مالكى العقارات عن سداد قيمـة الأقسـاط وفوائدها بعد أرتفاع أسعارها مما أدى إلى تفاقم ارصدة القروض المتعثرة حتى بلغت حوالى مائة مليون دولار.

٣- نتيجة لعدم سداد القروض العقارية كان لابد من استرداد العقـارات المرهونـة بسـبب التوقف عن الدفع ، وبلغ المتعسرين حوالي ثلاثة مليون أمريكي وبالفعل أخليـت قـرى ومـدن بأسرها لحساب بعض البنوك والمؤسسات المالية والعقارية مما أدى إلى أنخفاض أسعارها مـن ناحية و أختلال المراكز المالية للبنوك والمؤسسات المالية وبيوت الرهونات العقارية من ناحيـة أخرى مما أدى الى احتدام أزمة القروض المتعثرة حيث أعلن افلاس بنك ليمان، كما تم بيع بنك ميرل لينش إلى بنك أوف أمريكا بمبلغ ٥٠ مليار دولار أمريكى ، كما تلى ذلك تجميد صـناديق جميع البنوك الأوربية العاملة في المجال العقارى فى الولايات المتحدة وفى بريطانيا و توضـح بعض التقارير استرداد المؤسسات المقرضة لحوالى ٤١ ألف مسكن خلال عـام ٢٠٠٧ بزيـادة قدرها ٣٠% عن العام السابق خلافاً لـ ١٢٥ ألف عقار تأخر أصحابها عن دفع أقساط القروض بينما لجأ بعض أصحاب العقارات إلى بيع عقاراتهم لبعض الشركات العقارية بقيمة تقدر بحوالي ٥٠% من قيمة العقار مقابل قيام هذه الشركات بتأجير تلك العقارات لهم ، بغية تفادى طردهم من المساكن

ب- مسببات الأزمة:

ويمكن تلخيص أسباب الانهيارات المالية واحتدام الأزمات المالية الى مايلي:

١- البيع الآجل :

نقصد بالبيع الآجل ما تأجل فيه الثمن والمثمن اى ما يتأجل فيه العوضين الثمن ومحل التعاقد

ولا نقصد به بيع النسيئة أو البيع بالآجل.

حيث أزدهر نشاط القطاع المالى (غير المنتج) وازداد وزنه النسبى فى الأقتصاد الرأسمالى على حساب القطاع المنتج ، أصبح صنع النقود مجالاً للتربح بدلاً من صنع السلع وحلت الفائدة محل الربح ، وبرزت المضاربة بمدلولها الاقتصادى بوصفها نشاطاً جوهرياً فى النظم الرأسمالية لا يتحرك بهدف قضية الانتاج ولكن بغرض تحقيق المزيد من المكاسب ، وهو ما تزهو به أسواق النقد وأسواق رأس المال حالياً بعد تضخم حجم تداول المشتقات و التحول من القرض للإنتاج إلى القرض للقرض ، وتؤكد ذلك بعض البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية BIS التابع لصندوق النقد الدولى سنة ٢٠٠٠ حيث تبين أزدياد قيمة العقود الآجلة فى العالم الى ٣٩٠ تريليون دولار فى نهاية عام ١٩٩٨م ، بينما تشير تقارير البنك الدولى إلى أن حجم التجارة الدولية لم يتجاوز ٦,٨ تريليون دولار مما يؤكد أن التمويل بالدين يعتبر أفضل انواع التمويل وهو الأقل تكلفة والأكثر ربحية، مما يعنى نقل المخاطرة من اصحاب المشروع الى الدائنين من خلال المتاجرة بأموال الغير ، بينما يعتمد تاسيس الشركة على تعدد الشركاء وتعدد أنصبه رؤوس الأموال باعتبار إن الهيكل التمويلي الأمثل يقوم على مزيج من رأس المال والقرض و كلما زاد حجم الأقتراض كلما زادت اعباء الفوائد المدفوعة التى يمكن استردادها عن طريق خصمها من الوعاء الضريبى الأمر الذى يوفر ميزة نسبية تتم عند تمويل توسعات الشركة عن طريق القروض بدلا من زيادة رأس المال ، وان كان منن المعروف أن الرافعه المالية سيف ذو حدين وإن المؤيدين للأقتراض إنما يتجاهلون المخاطرة التى قد تؤدى إلى إفلاس المشروع .

ومن صور التعامل بالدين ما يلى :

أ) الشراء الهامشى :

ينادى الكثير من الأقتصادين وخبراء اسواق المال ان الشراء الهامشي كان أحد الأسباب الرئيسية لأنهيار الأسواق العالمية فى الثلاثينات التى واكبت احداث الكساد الكبير عام ١٩٢٩ وهكذا فى اكتوبر ١٩٨٧ ، باعتبار ان هذة المضاربات المفرطة لها مخاطر جسيمة مما قد يصيب جميع المتعاملين فيها أضرار بالغة خاصة إذا واجهت السوق احداث تخالف التوقعات فتقع الكوارث وهذة المعاملة فى حقيقتها تجمع بين الربا والقمار .

فى ضوء ما سبق فإن ما حدث فى ازمة الكساد الكبير ، وفى أزمة اكتوبر ٨٧ ، وما قد يكون قد حدث ايضا فى انهيار سبتمبر ٢٠٠٨ قد يرجع اساسا الى الأفراط فى الأقراض لأغراض المضاربة التى عادة ما تنتهى بتحقيق خسائر ضخمة يتحملها المجتمع ككل وفيما يتعلق بالأزمة الحالية يلأحظ أن الشركات العقارية تمتلك اصول مادية ملموسة وهى العقارات وفى ذات الوقت يجرى التعامل على اسهمها فى اسواق الأوراق المالية ، فإذا انهارت اسعار العقارات فى السوق العقارى انهارت اسعار اسهمها فى اسواق الأوراق المالية وبالتالى تتفاقم خسائر عمليات الشراء الهامشى ، نتيجة انخفاض اسعار الأسهم.

ب) البيع على المكشوف :

ويعنى قيام شخص ببيع ما لايملكة من أوراق مالية اقترضها من شخص اخر بأمل انخفاض

اسعارها مستقبلا وبالتالى يعيد شرائها مما يؤدى الى تحقيق ارباح تفوق ما قد يدفعة مقابل الأقتراض مع اعادتها الى الشركة المقرضة ، مما جعل بنك التسويات الدولية يفرض العديد من القروض والتى تستهدف الحد من البيع على المكشوف ما لم يكن ذلك من خلال استخدام المشتقات المالية ، وأن تمادى بعض المستثمرين العرب فى ممارسة أعمال المضاربة فى بعض الأسواق العربية بحجة تنشيط معاملات السوق باستخدام بعض الادوات التى ساهمت فى انهيار الأسواق العالمية ومنها الشراء الهامشى والبيع على المكشوف ، كما ساهم فى حدوث الأزمة الأنتقال من الأسواق الحاضرة إلى أسواق العقود الآجلة والمستقبلية والمضاربة بالتعامل فى المشتقات المالية بهدف تحقيق الهندسة المالية من التعامل بمعرفة البائع ودفع ثمنها بواسطة المشترى فى تاريخ لاحق هو تاريخ التسوية الذى قد يحقق للبائع أوالمشترى ربحاً أو خسارة يتمثل الفرق بين السعر المتعاقد عليه عند إنشاء العقد والسعر يوم التسوية ، أما فى العقود المستقبلية فتتم التسوية يومياً وحتى يوم التصفية بالإضافة أو الخصم وفقاً لمتوسط أسعار السوق ، الأمر الذى يؤكد أن هذه الصفقات ترتكز على فكرة بيع الدين بالدين ، فلا تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلم، وكلا العوضين محل التعاقد مؤجلان ليوم التصفية.

٢- المضاربة :

تختلف المضاربة بمدلولها الأقتصادى عن مفهوم المضاربة فى اللغة وعند فقهاء المسلمين فالمضاربة لغة وشرعاً هى اشتراك أصحاب الأموال مع أصحاب الخبرات فى عمل معين على أن يقتسما الربح بينهما بنسبة يتفق عليها فإذا ما تحقق الربح تم اقتسامة بين رب العمل والمضارب (مقابل جهده وخبرته) أما إذا خسرت الشركة فيتحملها رب المال ، أما المضارب لا يتحمل شيئاً وكفاه ما تحملة من جهد دون حصولة على أى أجر ، أما مفهوم المضاربة فى الأقتصاد الدولى وأسواق المال فيعنى المخاطرة باعتبارها تقدير فرص المكسب لاغتنامها واحتمالات الخسارة لتجنبها الا إنها عادة ما يتولد عديد من الكوارث والأزمات والخسائر على المستوى العربى والقومى والدولى ، وفى سبيل تحجيم الأفراط فى المضاربة اقترح جون ماينرد كينز فرض ضريبة عقارية على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن عمليات البيع والشراء فى سوق الأوراق المالية ، لإجبار هذه الفئة على الاستثمار طويل الأجل ، ومع ذلك تقرر معظم تشريعات الدول العربية ومنها مصر إعفاء الأرباح الرأسمالية الناتجة عن عمليات بيع وشراء الأوراق المالية فى البورصة من الضرائب ، ومن أهم الأثار السلبية لعمليات المضاربة فى الأسواق المالية مايلى ، تعرض بنك بارينجز وهو من أعرق البنوك التجارية البريطانية للإفلاس بسبب المضاربة فى المشتقات ، مما أنعكس آثره فى حدوث هزات عنيفة فى البنوك البريطانية والآسيوية والأسترالية وإعلان بنك إنجلترا عام ٩٥ إخفاق البنوك البريطانية فى إنقاذ البنك بسبب صعوبة تحديد حجم الخسائر الخاصة بالعقود الآجلة ، والأصل أن المساهم شريك فى الشركة أى أنه من أصحابها ، كما أن الأصل فى الشركة هو الأستمرار والأستثناء هو انقضاء الشركة أو خروج أحد الشركاء، كما أن السهم يعتبر فى رأس مال الشركة ويرتبط مركزه المالى بمصير الشركة حيث يتابع أدائها ، لذا من المفضل أن يكون الأستثمار فى الأوراق المالية طويل الآجل

وليس أستثمار قصير الآجلحيث أن عمليات المضاربة فى الأسواق لا تهتم بأداء الشركات ومدى أستقرارها ونموها أو ما تحققة من فوائض مالية ، باعتبار أن هدف المضاربين هو تحقيق بعض الأرباح الرأسمالية التى تمثل الفرق بين الشراء والبيع لأوراق مالية صادرة من شركات بلا أصحاب ، كما يرى البعض أن التعامل فى المشتقات يمثل نوعاً من القمار المقنن ، وهى أدوات مالية تمثل جانب الرهان على أداء ورقة مالية معينة أو حزمة من الأوراق ، كما أصدر صندوق النقد الدولى وثيقة دامغة تؤكد أن جميع المشتقات المالية قد جرى تصميمها بغرض المضاربة ، أو المتاجرة فى مخاطر السوق.

وذهب الفريد ستينر إلى وصف المشتقات بأنها وحش المالية المفترس وأنها ديناميت الأزمات المالية ، كما أوضح بيتر دراكر الاقتصادى الأمريكى النمساوي الأصل " أن المشتقات المالية التى كانت من أبرز الأدوات التى تمحص عنها الفكر المالى ، تمثل أدوات القمار مثل تلك التى يجري التعامل عليها فى كازينوهات مونت كارلو ولاس فيجاس.

ومن أهم مؤشرات أزمة سنة ٢٠٠٨ ما يلى :

١- بلغت خسارة البورصة السعودية ٧٢ مليار جنية فى النصف الثانى من سبتمبر ، وخسارة صناديق المعاشات فى الولايات المتحدة حوالي ٢ تريليون دولار فى ثمانية أشهر ، كما بلغ العجز فى الموازنة الأمريكية للعام الحالى حوالي ٤٣٨ مليار دولار.

٢- بلغ العجز فى الميزان التجارى الأمريكى ٧٥٨ مليار دولار نتيجة لتحول رؤوس الأموال من القطاع المنتج إلى القطاع غير المنتج بهدف فى تحقيق الكسب السريع.

٣- بلغ حجم ديون الأفراد ٩,٢ تريليون دولار منهسا ٦,٦ تريليون دولار تمثل ديون عقارية.

٤- بلغ حجم ديون الشركات ١٨,٤ تريليون دولار.

وفى سبيل تفادى الآثار السلبية للأزمات بل وتجنب حدوثها يقترح مايلى :

١- تحجيم قدرة البنوك على منح الائتمان سواء كان ذلك لأسباب تجارية أو استثمارية.

الحد من المضاربات فى السواق المالية والتى تضر بشتى وجوه النشاط الاقتصادى.

٢- فرض ضرائب مناسبة على الأرباح الرآسماليةالناتجة من بيع وشراء الأدوات المالية.

٣- تشجيع الأستثمار فى قطاع الأنتاج.

تداعيات
الأزمة المالية
على المستوى الدولى والاقليمى والمحلى

مقدمه :

اولا : ازمة الكساد العالمى سنة ١٩٢٩

ثانيا: ازمة سوق المناخ سنة ١٩٨٢

ثالثا : ازمة الاثنين الاسود سنة ١٩٨٧

رابعا: ازمة جنوب شرق اسيا سنة ١٩٩٧

خامسا : الازمة العالمية الراهنة سنة ١٩٩٨

أ- مؤشرات الازمة

ب- مسببات الازمة

سادساً: تحليل اسباب تفاقم الازمات المالية

سابعاً : تداعيات الازمة المالية العالمية

ويشكل قطاع العقارات فى الولايات المتحدة الامريكية القوة الدافعة لنمو الاقتصاد الامريكى بعد أن اتجهت اليه اموال المستثمرين منذ اوائل القرن الحادى والعشرين مما ادى الى ارتفاع اسعار العقارات وترتب على ذلك ما يلى :

١-زيادة قيمةالمساكن الجديدة مما جعل الراغبين فلى شراء هذه المساكن ذات الاسعار المرتفعة مبالغا اكبر نسبيا وبالتالى ارتفع حجم واعباء القروض المسحوبة من البنوك للحصول على العقارات

٢- فى ضوء ارتفاع اسعار العقارات سمح لمالكى هذه العقارات بزيادة حجم القروض المسحوبة برهن عقاراتهم وبشكل طردى اى كلما زاد سعر العقار كلما ازدادت فرص الحصول على قروض اضافية .

وقد لعبت المؤسسات المالية المصرفية دورا أساسيا فى تفاقم الازمة وفقاً لما يلى :

الاول -اعادة تقييم قيمة العقارات التى يستدين اصحابها عن طريق الرهن فى ظل تنامى وازدهار السوق مما اتاح لاصحاب العقارات فرص بزيادة القروض المسحوبة . علما ان المصرف يعطى قرضا لا تتعدى قيمته غالبا نصف قيمة العقار الامر الذى ادى الى تمادى المصرف فى فتح القروض لتوظيف امواله وتحقيق مكاسب ضخمة بل قامت بعض المصارف بالمغالاه فى تقييم العقارات حتى بلغت ٢٠ ضعفاً من الثمن الاساسى .

الثانى -اتجهت المصارف الى تحقيق معدلات الفائدة بغية التشجيع على الاقتراض من جهة وتعظيم ارباح المصارف من جهة اخرى خاصة بعد أن تم رفع سعر الفائدة على قرض الرهن العقارى بهامش يعلو بفائدة البنك الفيدرالى الامريكى التى كانت منخفضة نسبيا ثم اتجهت للارتفاع فيما بعد بما يحقق مكاسب أكيدة للمصارف .

الثالث_يتضمن شروط القرض توكجيه دفعات سداد السنوات الثلاث الاولى من القرض لسداد قيمة فوائد القرض وليس لسداد اصل القرض مما جعل معطظم المقترضين دون تملك اى جزء من منازلهم الا بعد مرور ثلاث سنوات على بدء رفع اقساط القرض .

الرابع – قيام المصارف باقراض اصحاب العقارات الذين يتميز سجلهم الائتمانى ومركزهم المالى بالسوء فى سداد القروض بفوائد أكبر ، بدافع الربح السريع ، وتوسعت فى هذا الاقراض حتى بلغت قيمة القروض المقدمة ذات المخاطر العالية والعوائد المرتفعة حوالى ١٣,٣ ترليون دولار ، وهو ما يشكل حوالى ٢٠% من قروض الرهن العقارى .

الخامس_تنص عقود الاقراض برهن العقار على أن ترتفع الفوائد الى ثلاثة اضعاف قيمة القرض عند التأخر عن السداد اوعدم السداد ، مما زاد من حجم الديون على الرغم من استمرار المقرضين فى السداد مما ادى الى اعسار بعض المقترضين بحيث لم يتمكن الكثير من سداد ديونهم .

السادس – قامت المصارف الامريكية عند مؤشرات انخفاض لسعار العقارات بتدويل مخاطر الازمة وتحويلها الى بعض الدول الاخرى من خلال قيام المصارف الامريكية بطرح سندات للرهن العقارى للبيع مقابل منح المشترى فوائد عالية ، مما حفز الشركات والبنوك والافراد وصناديق الاستثمار فى مختلف انحاء العالم بشرائها باعتبار انها مضمونة بعقارات ، ومؤمن عليها لدى شركات تأمين تحمل تصنيفا ائتمانيا متقدما ثم تفاقمت المشاكل فى ضوء ما يلى :

١–اعادة بيع هذه السندات بعد شرائها وتحقيق بعض الارباح

٢– برهن هذه السندات بغية الحصول على قروض جديدة مما ادى الى زيادة معد دوران هذه الديون الى ثلاثين ضعفاً .

٣–قيام المستثمرين فى هذه السندات بالتأمين عليها لدى شركات التأمين خوفا من مخاطر انخفاض قيمتها مما زاد من عدد المتورطين فى مثل هذه المعاملات وتعددت جهات ومؤسسات المطالبه بالعقار وفاءً للديون المستحقة منهم مالك العقار الذى سدد جزءا من ثمن الشراء .

والمصرف الذى ارتهنه مقابل القرض الذى قدمه ، ومشترو السندات الذين يعتقدون أنهم يملكون سندات مدعومة برهن عقارى ، وشركات التأمين التى تعتقد ان لها حق مقابل هذا العقار مما تدفعه من تعويضات .

أدى نقص فى سيولة فى المصارف بسبب تعثر المقترضين

ثم افلاس المصارف وصناديق الاستثمار

ثم افلاس شركات التأمين التى قامت بدفع مبالغ التأمين الى المستأمنين

وهكذا تفاقمت مظاهر الازمة تباعا من فبراير ٢٠٠٧ عندما اعلن عن عدد من حالات الافلاس فى مؤسسات مالية متخصصة بسبب تعثر سداد قروض الرهن العقارى . وما يترتب على ذلك من مشاكل وأزمات مالية فى مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية حيث تدهورت الاسواق المالية العالمية أمام مخاطر اتساع الازمة وبدأت المصارف المركزية بالتدخل لدعم السيولة فى بعض المؤسسات المالية خاصة بعد اسعار اسهم بعض المصارف

الكبرى نتيجة شطبها لمبالغ ضخمة من ديون الرهن العقارى . ومنذ اوائل سنة ٢٠٠٨ بدأ البنك الفيدرالى الامريكى تخفيض لمعدلات الفائدة تباعاً حتى بلغت مستويات متدنية قريبة من الصفر فى نهاية عام ٢٠٠٨ .

وضعت الخزانة الامريكية كما فى سبتمبر ٢٠٠٨ كبرى مؤسسات الاقراض الرهن العقارى (فريدريك ماك) ، وفانى ماى) تحت الوصاية مع ضمان ديونهما فى حدود ٢٠٠ مليار دولار ، كما اعلن عن افلاس بنك ليمان براذرز وهو رابع أكبر بنك فى الولايات المتحدة زالامريكية بتأميم أكبر مجموعة تأمين فى العالم (AIG) تجنباً لإعلان افلاسها مع وضع خطة لمعالجة أثار الازمة المالية فى السوق الامريكية باعتبارات مبدئية قدرها ٧٠٠ مليار دولار ومع ذلك استمر التدهور كما تجاوزت الازمة القطاع المالى الى قطاع الصناعة بسبب أزمة السيولة وانخفاض الطلب وبدأ شبح الافلاس يحيط بشركات السارات وهكذا .

تحوت الازمة الى اقتصادية عالمية وساد الاقتصاد العالمى كساد وصف بأنه الاسوأ من نوعه منذ أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩ .

سادسا : تحليل أسباب تفاقم الازمات المالية :

١ -(الاقراض بفائدة) :

إن السبب الرئيسى للأزمة المالية العالمية هو الاقراض بفائدة ، وذلك باعتراف الاقتصاديين زفى كل مكان ، حيث أدت الارتفاعات المتتالية لأسعار الفائدة من قبل البنك الفيدرالى الامريكى الى زيادة أعباء القروض العقارية ، وعدم قدرة معظمالمقترضين على السداد ، أو التأخر فى السداد ، حيث حقت عليهم أسعار فائدة أعلى ومن ثم أعباء إضافيةفوق قدراتهم خاصة مع ارتفاع اسعار الضرائب والطاقة حيث توقف أغلبهم عن السداد بالكامل لما يستحق عليهم .

٢-بيع الدين

قامت المصارف التى منحت قروض الرهن العقارى ، هذه الديون بطرح سندات فى الاسواق المالية لعدد من المصارف والمؤسسات والشركات والافراد بمختلف انحاء العالم ، حيث قامت هذه المؤسسات بدورها بإعادة بيعها ايضاً . حيث حدثت الازمة وانخفضت قيمة السندات المدعمه بالاصول العقارية فى السوق الامريكية بأكثر من ٧٠% وفى صدد تدهور اسعار سوق السندات واصبح من العسير معرفة حجم تداول الديون يومياًفى العالم . خاصة بعد أن اصبح حجم تجارة الديون أو(السندات) متجاوزاً حجم الانتاج من السلع والخدمات بمراحل حيث بلغ حجم التعاول فى الديون فى الاسواق المالية العالمية ما يزيد على ألف مليار دولار يوميا بينما يصل الانتاج العالمى من السلع والخدمات الى حوالى ثلاثين ألف مليار فى العام الكامل فقط كما بلغ حجم ديون الرهن العقارى المتداولة لدى مؤسستى (فريدى ماك) و(فانى ماى) وحدهما حوالى ٥ تريليون دولار (٥٠٠٠ مليار دولار) وهو ما يقرب حجم اقتصاديات الدول العربية مجتمعة .

ويمثل هذا الأحتلال الاقتصادى بين حجم الديون وحجم الإنتاج العالى من أهم اسباب نشوء عدد من الأزمات

٣- تداول الرهن:

يعتبر الرهن وسيلة تضمن بها الدائن الحصول على حقه إذا تعذر استرداد دينه من المدين

الراهن عند حلول أجل الدين الا انه فى ضوء ما يجرى من الاسراف المالية حالياكونه ضـــمان حيث بدأت المؤسسات بالحصول على مزيد من القروض من خلال تداول الديون المرهونه ببيعها وشرائها والاقتراض عليها الذى أدى إلى التوسع فى منح الديون وبيعها وبالتالى زيـــادة حجـــم سوق التوريق فى العالم ((حيث بلغ ٥٠٠ بليون دولار عام ١٩٩٤ فى الولايات المتحدة وبلغـــت القوض المورقة بسندات أوربية بمبلغ مماثل)) بينما تنادى الأحكـــام الشـــرعية فـــى الاقتصـــاد الاسلامى المتعلقة بالرهن حيث بعدم جواز انتفاع الدائن المرتهن بالرهن ولو بإذن الراهن وعدم جواز انتفاع المدين الراهن (صاحب الرهن) الإ فى حالات معينة بالرهن من خلال أخذ عمولة أو فائدة من المرتهن مقابل أنتفاعه بالعين المرهونة لان ذلك يؤدى إلى الربا فى الجملة.

٤- أختلالات الأقتصاد الرأسمالى:

من المعلوم أن النظام الاقتصادى الرأسمالى يقوم على مبادئ عامـــة كالحريـــة الاقتصـــادية المطلقة وما يتفرع عنها من قضايا تتعلق بالانتاج والاستهلاك والتـــداول والاســـتثمار والملكيـــة والمعاملات المالية المطلقة يسهم فى نشوء الازمات فى بعض السياسات أو المعـــاملات الماليـــة الغير منطقية.

فالحرية الاقتصادية امطلقة فى المعاملات المالية لقانون جـــلاس ســـتيجال الصـــادر عـــام ١٩٩٧حيث سمح للشركات المصرفية بحرية التعامل فى نشاط التأمين والأوراق الماليـــة، كمـــا سمح لها لاقيام بأعمال المصارف التجارية والاستثمار فى العقارات والنشاطات المتممـــة لـــذلك وبالتالى عكف الموظفون والمستثمرون فى المؤسسات الماليـــة الكبـــرى علـــى ابتكـــار أدوات ومشتقات مالية متطورة باستخدام جداول الاكسل وبـــرامج التحليـــل المـــالى بغيـــة مضـــاعفة أرباحمؤسساتهم دون النظر الى مخاطر والأثار اقتصادية التـــى يمكـــن أن تنـــتج عـــن هـــذه ا الأدوات داخل السوق التى تساهم فى تفاقم الازمة حيث التضخم فى حجم وعدد المعاملات علـــى عقود المستقبليت والمشتقات والخيارات والبيع بالهامش والبيع القصير .... ألخ

سابعاً: تداعيات الأزمات المالية العالمية

أولا: الاثار العالمية للأزمة

لقد بدأت الأزمة المالية ثم تحولت الى اقتصادية فى ضـــوء الأثـــار والؤشـــرات العالميـــة والاقتصادية من خلال الأزمة المالية

أثار الأزمة المالية:

١) إفلاس عدد من المؤسسات المالية العملاقة:

كان أول أثار الأزمة المالية إفلاس مؤسسات كبرى عمرها أكثر من قرن من لازمن إفلاينك (ليمان بروذرز) وهو رابع أكبر بنك فى الولايات المتحدة ثم تعثر شركة (ميريل لينش) بعـــدما خسرت حد إلى ٢٣ مليار دولار ثم تتابعت حلقات الانهيار لتشمل " واشنطن ميوتشـــوال " أحـــد أكبر مصارف التوفير والقروض إلى " فانى ماى" وفريدى ماك والمختصين بتمويـــل العقـــارات حيث بلغت خسائر شركة " فاى ماى" خلال الربع الاول من عام ٢٠٠٩ م ٢٣,٢ مليار دولار ثم تعدت الأزمة حدود الولايات المتحدة لتضرب مؤسسات مالية ضخمة فى أوروبا مثل مصرف:

"تورثن روك" فى بريطانيا بنك ثم أنهيار المركز المالى أو " إتش بى أو إس" رابع بنك فى بريطانيا بنك "هالفاكسبنك أوف سكوتلاند " الذى أشتراه بنك " "لويدز" البريطانى كما ضربت الأزمة العديد من المؤسسات فى المالية المصرفية وغير المصرفية منها بنك " هيبو ريل إيستيت" فى المانيا بالاضافة الى الخسائر المحققة فى مجموعة "سيتى جروب" المصرفية الأمريكية وبنك " جى بى مورغان تشيس" ثم إفلاس أكبر شركة تأمين فى الولايات المتحدة الامريكية والعالم وهى "AIG" دافعة معها قطاع شركات التأمين فى العالم إلى الهبوط حتى أصبح سعر التداول الشركة بتداول ٤٦ سنتاً شهر مارس ٢٠٠٩ بعد أن فقد أكثر من ٩٠% من قيمته ومازاتلالاوراق تكشف عن اثباتها فى المؤسسات المالية كما بلغت خسائر شركة جنرال موتورز أكبر شركة للسيارات فى العالم فى عام ٢٠٠٨ ما قيمته ٣١ مليار دولار وبلغت خسائر شركة تويوتا خلال الرابع الاول من عام ٢٠٠٩ ٧ مليار دولار بسبب تراجع مبيعاتها والتأثر بأزمة السيوة العالمية وانخفاض الطلب العالمى على السيارات

٢ أزمة السيولة العالمية

أفرزت الازمة المالية العالمية أزمة سيولة خانقة تولد عنها أزمة ثقة بين المصارف ف شتى أنحاء العالم الامر الذى أدى إلى انخفاض الاقراض على مستوى العالم بشكل كبير مما جعل المصارف المركزية تكثف جهودها لتجفيف حده من السيولة وإعادة الثقة إلى النظام المصرفى.

ب: أثار الازمة الاقتصادية

تعدت أثار الازمة إلى النشاط الاقتصادى على المستوى والعالمى نتيجه الارتباط الوثيق بين الاقتصاديات العالمية مع تفاوت سلبيات هذه الاثار على اقتصاديات الدول تبعاً لاختلاف درجه انفتاحها على الاقتصاد العالمى وارتباطها به مصدرهم الاثار الاقتصادية السلبية مايلى:

١) **الانهيار فى أسواق المال العالمية:**

حدوث سلسلة أنهيارات متتالية فى أسواق المال العالمية بدأت من الولايات المتحدة الامريكية وانتهت فى أسيا حيث قدرت وكالة بلومبيرغ المالية التى تابعت اداء ٨٩ سوقاً مالية حول العالم خسارة أسواق المال فى عام ٢٠٠٨ بقرابة ٣٠ تريليون دولار بينما تشير تقديرات بنك التنمية الاسيوى الى اى خسارة العالم قاربت ال ٥٠ تريليون دولار من الاصول المالية.

ولنظرة أكثر قرباً على خسار أسواق المال العالمية نوردها هنا الخسائر التى منيت بها بعض الاسواق الرئيسيةيخص مؤشر "دوا جونز " الصناعى فى الولايات المتحدة الامريكية الى ما يقار ٥٠% من قيمته منذ أعلى مستوى له عند ١٤٠٤٣ نقطة فى نهاية عام ٢٠٠٧

٢- أنخفض مؤشر "فايناشال تايمز" لبورصة لندن مارس ٢٠٠٩ إلى ما يقارب ٤٠% من قيمتته ٢٠٠٨

٣- انخفض مؤشر "داكس" ما ياقرب ٤٥% من قيمته نتيجه للأزمة المالية العالمية كما توقعت الحكومة الالمانية عجزاً فى الموازنة عام ٢٠٠٩ يصل الى ٣٫٩% من الناتج المحلى الاجمالى

٤- انخفض مؤشر (نيكاى) لبورصة طوكيو ما يقارب ٤٢% من قيمتة خلال عام ٢٠٠٨ فقط .

أما على صعيد أسواق المال العربية يشير تقرير بنك الكويت الوطنى عام ٢٠٠٨ ما يلى :

١- انخفض مؤشر سوق دبى الى ٢٨% .

٢- انخفض مؤشر البورصة السعودية حوالى ٤٣% محقق خسارة تقرب من تريليون ريال سعودى .

٣- انخفض مؤشر سوق الأوراق المالية فى مصر الى ٤٧% .

٤- انخفض مؤشر سوق الأوراق المالية بالكويت الى ٦٢% .

موقف لما اعلنة تقرير بنك دويتشة الألمانى بلغت خسائر صناديق الاستثمار السيادية الخليجية المملوكة لحكومات الدول الخليجية بلغت ٤٥٠ مليار دولار بما يعادل عوائد الخليج من النفط عام ٢٠٠٨ .

٢) <u>البطالة</u> :

ادت أثار الأزمة المالية إفلاس وانهيار عدد من المؤسسات المالية والعقارية حول العالم ، الأمر الذى رفع من معدلات البطالة من جهة ، ومن جهة أخرى تعمد الكثير من الشركات لتخفيض عدد العاملين لخفض التكاليف حيث تشير تقديرات منظنة العمل الدولية الى ان العالم يفقد حوالى ٥١ مليون وظيفة فى عام ٢٠٠٩ نتيجة الأزمة المالية العالمية ، وما تبعها من ركود اقتصادى ، ففى الولايات المتحدة فقد ٥,١ مليون امريكى وظائفهم اوائل عام ٢٠٠٨ منهم حوالى ٦٦٣ ألف فقدوا وظائفهم فى شهر مارس ٢٠٠٩ ، الأمر الذى رفع نسبة البطالة فى الولايات المتحدة الى ٨,٥ % ، وهى أعلى نسبة تسجل منذ عام ١٩٨٣ ، وفى دول اليورو بلغ معدل البطالة ٨,٥ % ، فى حين تشير التوقعات الى وصول عدد العاطلين عن العمل فى العالم العربى الى ٢٢ مليون عاطل سنه ٢٠٠٩ فى ظل الأزمة العالمية بزيادة ٥مليون عن عام ٢٠٠٨ .

٣) <u>أثر الأزمة فى زيادة الفقر فى العالم :</u>

لأدت الأزمة المالية الى تعميق الفقر فى العالم ، فقد أشار " روبرت زوليك " رئيس البنك الدولى إلى أن الفقراء فى البلدان النامية لا يتوفر لديهم سوى أقل القليل من السبل لحماية أنفسهم ضد الأثار الناجمة عن هذة الأزمة ، " ففى لندن وواشنطن وباريس ، يتحدث الناس عما إذا كانوا سيحصلون على مكافأت من عدمه ، إلا أن الأمر يختلف تماما فى أجزاء من مناطق أفريقيا وجنوب أسيا وأمريكا اللاتينية ، حيث تدور المعركة حول ما إذا كان الناس سيحصلون على الطعام من عدمه ".

ويقدر عدد الفقراء سنه ٢٠٠٩ ما بين ٥٥ مليون إلى ٩٠ مليون شخص وهم فئة الأشد فقرا فى العالم بسبب الركود الناجم عن الأزمة المالية العالمية ، بالاركود الناجم عن الأزمة المالية العالمية ، بالأضافة إلى أن التقرير يتوقع ارتفاع مستويات الفقر فى أكثر من نصف الدول النامية.

<u>أ-أثر الأزمة المالية العالمية داخل افريقيا :</u>

حذر البنك الدولى من أن أفريقيا سوف تصبح أشد مناطق العالم تضررا من الأزمة المالية العالمية ، على الرغم من أنها أقل المناطق اندماجا فى النظم الأقتصادية والمالية العالمية ،

وأوضح البنك الدولى أن تضرر إفريقيا من الأزمة العالمية يأتى من أربعة مجالات :

١-انفاق تدفقات رؤوس الأموال الداخلية :

حيث بلغت ٣٠ مليار دولار عام ٢٠٠٢ ، ارتفعت إلى ٥٣ مليار دولار عام ٢٠٠٧ ، قد نضبت معظمها الأمر الذى أدى الى إلغاء مشاريع حيوية ، وتأجيل أخرى ، مما سوف يعكس أثرة سلبيا على خطط مكافحة الفقر .

٢-انخفاض تحويلات المغتربين :

تتضمن تدفق المعونات التى يتيحها المغتربون للفقراء ، لاسيما خلال الأوقات العصيبة خاصه وان ٧٧% من التحويلات وبلغت ٢٠مليار دولار عام ٢٠٠٧ – تأتى من الولايات المتحدة، وغرب أوروبا .

٣-انخفاض المعونات الأجنبية للدول الإفريقية الفقيرة :

بسبب انتشار الأزمة فى البلدان التى تقدم هذه المعونة ، وبسبب انكماش اقتصادها.

٤-انخفاض أسعار السلع الأساسية :

وتتمثل أغلب صادارات الدول الإفريقية ، فقد أدى انهيار أسعار السلع الأساسية إلى إلحاق الضرر بكثير من البلدان الأفريقية خاصة بعد انخفاض سعر البترول من ١٤٠ دولار الى ٥٠ دولار للبرميل ، كما يتوقع على سبيل المثال أن يهبط إجمالى الناتج المحلى نحو ٢٣% فى انجولا وبالتالى سوف ينعكس ليؤدى إلى انخفاض فى معدل النمو الأقتصادى المتوقع للقارة الإفريقية بمعدل ٣ % ، مما قد يكون له أثار مدمرة على الاقتصاديات الافريقية ، ومن صور ما يشير إليه البنك الدولى عن وجود حوالى ٧٠٠ ألف رضيع فى افريقيا قد يموتون قبل أن يتموا عاما واحدا نتيجة الفقر المتولد عن هذه الأزمة .

كما اوضح تقرير منظمة الأمم المتحدة للتربية والعلم والثقافة (يونسكو) :

ان تباطؤ النمو يتطلب حوالى ١٨ مليار دولار بمعدل ٤٦ دولار لكل شخص يعيش فى فقر مدقع وتبلغ عددهم الأجمالى ٣٩٠ ألف شخص .

ب) أثر الأزمة المالية العالمية فى الفقر فى اوروبا وأسيا الوسطى :

بعد ان تمتعت بلدان منطقة أوروبا وأسيا الوسطى بنمو قوى وانخفاض فى معدلات الفقر خلال الألفية الثالثة أثار الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية التى قد تدفع بحوالى ٣٥ مليون شخص الى براثن الفقر والماناة من جديد ، أى حوالى ثلث عدد السكان الذين كانوا فوق خط الفقر خلال السنوات العشر الماضية .

فمن بين ٤٨٠ مليون نسمة هم عدد السكان ، تمكن ٩٠ مليون شخص حوالى ١٨% من عدد السكان من الخروج من هوة الفقر والمعاناة منذ عام ١٩٩٩ إلا انه يتوقع ان ينقص بحوالى خمسة ملايين شخص للفقر مقابل كل واحد بالمائه انخفاض فى لجمالى للناتج المحلى ، مما يؤدى الى زيادة معدلات الفقر والمعاناة بنهاية عام ٢٠٠٩ الى ٥% أى بحوالى ٢٥ مليون شخص وقد يزيد هذا العدد بمقدار ١٠ ملايين شخص أخر ليصل الى مجموعة ٣٥ مليون شخص بنهاية علم ٢٠١٠ .

وفى بريطانيا أيضا من المتوقع ان يصل عدد الفقر حوالى خمس السكان ، كما اشارت

منظمة أخرى تعنى بشؤون الأطفال إلى أن واحدا من بين كل ثلاثة أطفال بالمملكة يعيشون تحت خط الفقر ، كما أن هناك ٢,٩ ملايين طفل يعانون من الفقر فى بريطانيا التى تعد واحدة من أكثر دول العالم ثراء .

٤) انخفاض اسعار النفط :

انعكست أثار الأزمة الأقتصادية سلبا على أسعار النفط نتيجة توقع انخفاض الطلب عليه ، فقد انهارت أسعار النفط من اعلى مستويتها عند ١٤٧ دولار للبرميل فى يوليو عام ٢٠٠٨ ، إلى ما دون ٤٠ دولار فى نهاية عام ٢٠٠٨ ، أى بأكثر من ٧٠ % ، وبالتالى أنعكس ذلك فى شكل عجوزات فى موازنات بعض الدول الخليجية حيث بلغ عجز الموازنة السعودية لعام ٢٠٠٩ ما قيمته ٦٥ مليار ريال أى بنسبة ١٣,٧ % ، وهى أعلى نسبة عجز منذ عام ٢٠٠٢ ، كما يتوقع أن يتراجع معدل النمو الحقيقى للناتج المحلى الإجمالى من ٤,٩ % إلى ١,٩ % ومثله تقريبا فى باقى الدول الخليجية .

نشير فى النهاية إلى أنه من أثار الأزمة الاقتصادية العالمية انخفاض معدلات التضخم على مستوى العالم ككل ، وهذه نتيجة طبيعية تصاحب حالات الركود الاقتصادى عادة .

ثانيا : أثر الأزمة فى النظام المصرفى الإسلامى :

اشارت صحيفة كريستيان ساينس مونيتور إلى أنه فى وقت تفاقم الأزمة المالية العالمية ، ينظر حاليا الى البنوك الإسلامية على أنها قاعدة مصرفية أمنة ، وأشارت دراسة أصدرتها " إنترناشونال سيرفيسز – لندن " وهى مؤسسة مستقلة تمثل صناعة الخدمات المالية البريطانية ، تفيد بأن البنوك الإسلامية بشكل عام لن تتضرر من الأزمة الحالية بسبب عدم تعاملها بتوسع مع الأدوات المالية المعقدة التى كانت السبب وراء الأومة الحالية ، مثل المشتقات والبيع على المكشوف .

ومما يؤكد ذلك نحو قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية نموا سنويا بمعدل ١٥ % فى عام ٢٠٠٨ ، كما بلغ حجم معاملاته حول العالم حوالى لترليون دولار ، مع توقعات باستمرار النمو فى أصول الصيرفة الإسلامية كما تزيد الطلب على الموظفين ، فى الوقت الذى تقوم فيه البنوك الغربية بتخفيض عدد الموظفين لديها .

أما على صعيد الأرباح المتحققة ، فقد حققت الكثير من المصارف الأسلامية نموا فى الأرباح ، فى الوقت الذى تعرضت فيه الكثير من المصارف التقليدية لخسائر فادحة ، وعلى سبيل المثال حققت مجموعة البركة المصرفية إيرادات تشغيلية قيمتها ٥٨٦ مليون دولار عام ٢٠٠٨ ، ونما صافى أرباحها بنسبة ٣٧% ليصل الى ٢٠١ دولار أمريكى .

مع ذلك لايمكن تجاهل التأثيرات غير المباشرة التى من الممكن أن تتعرض لها المصارف الإسلامية نتيجة الأزمة العالمية ، نظرا لأن المصارف الإسلامية تعيش فى عالم يطغى فيها التمويل بالفوائد ولا مفر من أن تتأثر بالعوامل غير المباشرة ولا سيما الكساد وتدنى أسعار الأصول .

الإطار الفكري للازمة الاقتصادية العالمية

(الجذور – التداعيات – الدروس المستخلصه)

أ.د/ أشرف كمال عباس

رئيس بحوث– معهد بحوث الاقتصاد الزراعي– مركز البحوث الزراعية

جمهورية مصر العربية

تمهيد :-

تعتبر الأزمة التي ضربت الاقتصاد العالمي خلال عام ٢٠٠٨ هي أخطر الأزمات التي مر بها العالم منذ أزمة الكساد العالمي الكبير في الثلاثينيات من القرن الماضي سوء من حيث كبر حجم المؤسسات المالية التي أطاحت بها ، أو من حيث عمق الدلالات التي يمكن استخلاصها منها بوصفها أزمة للإطار الفكري للعولمة بكل اطروحاتها خلال العقود الثلاثة المنصرمة والتي سيطرت خلالها توجهات المحافظين الجدد من دعاة السوق الحرة والتحرير الكامل لأسواق المال، وإطلاق أطروحات يتم فرضها على دول العالم الثالث تحت دعوى سياسات الإصلاح والتحرير من خلال حزم من السياسات تمثل وصفة موحدة تتجاهل خصوصيات الدول .

هدف البحث : أستهدف البحث اختبار مدى قدرة الإطار الفكري لمدرسة المحافظين الجدد على تحقيق الغايات المنشودة أقتصادياً واجتماعيا فى ظل الأزمة الاقتصادية العالمية الأخيرة

أقسام البحث :-

- أشتمل البحث بعد التمهيد على عرض للجذور التاريخية لأفكار المحافظين الجدد . ثم نشأة مدرسة المحافظين الجدد – وتم أستعراض أفكار المحافظين الجدد فى التطبيق ، ثم تم التعرض للعوامل التي تم افتراض تسببها فى فشل الإطار الفكري للمحافظين الجدد في فى تحقيق الغايات المنشودة اقتصادياً واجتماعياً وتضمنت تلك العوامل الجمود الفكري للمحافظين الجدد ، إغفال الجوانب الاجتماعية في الفكر الأقتصادى وفصل الأخلاق عن المعاملات الاقتصادية والمالية و تحيز أفكار المحافظين الجدد ، واختتم البحث بالخلاصة والمآل

الجذور التاريخية لأفكار المحافظين الجدد : -

إن التاريخ في حد ذاته ليس هو علم الماضي ، إن استقراء التاريخ - خاصة في المجال الأقتصادى- يكشف أن كثيراً من الحقائق التاريخية الاقتصادية لازالت تلقى بظلالها في شتى مجالات الحياة الاقتصادية في كافة أرجاء المعمورة .

" إن الماضي ليس مسألة اهتمام سلبي وإنما هو يشكل بقوة وفعالية ليس الحاضر وحده وإنما المستقبل أيضاً ، وعندما يتعلق الأمر بالفكر الأقتصادى يكون للتاريخ وجوداً واضحاً فلن نستطيع أن نفهم الحاضر إذا ما أهملنا الماضي" (١)

(1) جون كينيث جاليريث ، تاريخ الفكر الاقتصادي :الماضي صورة الحاضر ، عالم المعرفة ، العدد ٢٦١ سبتمبر ٢٠٠٠ص ٣٣١ .

إن القراءة المتمعنة لتاريخ الفكر الإقتصادى وتاريخ النظم الاقتصادية هى التـي يمكـن أن تجعلنا أكثر استكشافا للعلاقات الكامنة بين ظواهر اقتصادية فى الحاضر الذي نعيشه مع جـذور كامنة لها في الماضي .

إن الفكر الإقتصادى كان على الدوام نتاجاً للزمان والمكان المحيط به ، وأي محاولة للفصـل بين الفكر الإقتصادى وتلك الظروف تعتبر محاولة تعسفية لاتلقى إلا الفشل الـذريع ، إن الفكـر الإقتصادى يجب أن يكون معرفاً في إطار من التاريخ والجغرافيا ، وكذلك تكون الاستخلاصـات من هذا الفكر فالتعميم في تلك القضية الجوهرية هو أول الأخطاء القاتلة التي يجب تجنبهـا فمـا يصلح لزمان معين لا يصلح لزمان آخر ، وما يصلح في مكان معين لا يصلح في مكان آخر .

أفكار التجاريين :

يوجد بين أفكار التجاريين التي سادت أوربا خلال القرنين السادس عشـر والسـابع عشـر وتوجهات المحافظين الجدد ملمحاً مشتركاً وهو التركيز على الجانب النقـدي ، وتعبـر أفكـار التجاريين عن مجموعة من السياسات الاقتصادية التي تم الترويج لها لصـالح انطـلاق الـدول القومية الفتية في أوربا في تلك المرحلة التاريخية ، وذلك قبل نشأة علـم الاقتصـاد علـى يـد الاقتصاديين الكلاسيك ، ونجد أن أفكار التجاريين كانت في مضمونها تمثـل أساسـاً لسياسـات حمائية متشددة لصالح الدول القومية الناشئة ، في حين أن الأساس النظري لأفكـار المحـافظين الجدد يعتمد على مبادىء ليبرالية ولكنها فى التطبيق تتحول إلى مجموعة من السياسـات التـى كانت تدعمها الدول الكبرى والمنظمات الاقتصادية الدولية والتي تصب فى النهاية لمصلحة الدول الكبرى ولكن بشكل غير معلن ، وبالتالي فإنها تصب أيضاً في خانه السياسات الحمائية ، ويتجلى ذلك بوضوح من ازدواجية بل وتعدد المعايير من قبل الدول المتقدمة في التعامل مع القطاعـات الاقتصادية المختلفة على الصعيد الأقتصادى الدولي وذلك من خلال التشدد في حماية قطاعـات المزارعين لديهم في مواجهة صغار المزارعين في الدول النامية والذين لا يقوون على تحمل تلك المنافسة الضارية وذلك في ظل مقولات مرسلة عن حرية التجارة ودورها في تحقيق التنمية .

وبالتالي فإن الحمائية تمثل ملمحاً رئيسياً يجمع بين أفكار التجاريين ودعاة العولمة وإن كانت الأفكار الأولى واضحة وصريحة فى حين أن الأفكار الأخيرة هي غير معلنة ومستترة في إطـار السياسات المطبقة فعلياً على أرض الواقع ، أما الملمح المشترك الآخر بـين أفكـار التجـاريين ودعاة المحافظين الجدد وهو التركيز على الجانب النقدي – مع فارق القياس بالنظر إلى اختلاف الظرف التاريخي – حيث في ذلك العهد لم يكن حتى النظام النقدي نشأ بوضعه الحديث ، إلا أنه كان هناك تركيز على أهمية تكوين الثروة وتراكم الذهب والفضة لتحقيـق النمـو فـي عصـر التجاريين ، كما تم إعطاء أهمية كبرى للسياسات النقدية من خلال توجهات المحافظين الجـدد ، أن هناك درس أساسي يجب أن نستخلصة من أفكار التجاريين في التطبيق وفى نفس الوقت مـن الأزمة الاقتصادية التي هي نتاج لأفكار المحافظين الجدد في التطبيق إلا وهو أهميـة الاقتصـاد العيني في مواجهة ما يعرف بالاقتصاد الرمزي حيث أشار جون رالسـتون سـول إلـى أن : " الأسبان قد أساءوا فهم دور الذهب والفضة التي كانوا غارقين فيهما والواردة إليهم مـن أمريكـا

اللاتينية فلقد حسبوا أن النقد هو الثروة وبالتالي فهو شكل من أشكال الحقيقــة ، ولــم يفكــروا بالاهتمام بجانب الإنتاج في اقتصادهم "[1] وإن ذلك يشبه إلى حد بعيد الأوضـــاع التـــي أنشـــأت الأزمة الاقتصادية الأخيرة حيث أصبحت النقود هي الحقيقة في نهاية المطاف ولكن تلك الحقيقــة تحولت إلى أوهام بفعل التجارة التخيلية والمشتقات المالية كما أن هناك ملمحاً أخراً يجمـــع بـــين أفكار التجاريين وتوجهات المحافظين الجدد وهو إعطاء أهمية كبرى للتصدير والتوصيه بإتبـــاع سياسات تشجعه ، وكان لذلك ما يبرره في عصر التجاريين في إطار فترة تاريخية تلت الكشوف الجغرافية مباشرة وبدأ فيها عصر الاستعمار الحديث ، كما أن سياسات تشجيع الصـــادرات فـــي عهد المحافظين الجدد كانت تعمل في صالح الدول الغربية والتي فقدت جزءاً من تنافسيتها لصالح اليابان والصين والدول الآسيوية الصاعدة ورغم قيامنا بالربط بين أفكار التجـــاريين وتوجهـــات المحافظين الجدد فإن بعض المفكرين يرون أن " كثيراً من عناصر السياسة الاقتصادية التى دعا كينز الى تطبيقها فى الثلاثينيات من القرن العشرين لمعالجة الكساد العظيم قريبة جداً من عناصر السياسة الاقتصادية التى دعا اليها التجاريون قبله بنحو خمسة قرون ، فكلاهما يؤكد على المنافع التى تعود على الاقتصاد القومي من زيادة كمية النقد المتداولة ، ومـــن تشـــجيع الصـــادرات ، وكلاهما يعتبر الانفاق على الاستيراد من قبيل التسرب الذى ينقص مـــن الطلـــب الكلـــى علـــى منتجات الدولة ومن ثم يحسن تخفيضه ، وكلاهما فى نهاية الأمر يريان فى تـــدخل الدولـــة فـــى الاقتصاد شيئاً مرغوباً فيه بل وضرورياً ".[2]

ولقد أدت سياسات المحافظين الجدد إلى التركيز على المتاجرة وعلى كبر حجـــم المنشـــآت " وإذا كان للعالم أن يصبح سوقاً كبيرة واحدة لابد للشركات أن تصبح أكبر ما يمكن ، ويمكن على الفور فهم هذه الحقيقية على أنها إحدى مقولات عصر التجارة الميركانتيلى المعادية للسوق الحرة ، وهى تعود بنا إلى الوراء إلى نشاط شركات التجارة الكبرى التى شهدها القرنان السابع عشـــر والثامن عشر ومنها شركة الهند الشرقية وشركة خليج هدسون ، وشركة الهند الشرقية الهولندية . وهذا يتصل مباشرة بالأطروحات التى كانت تؤيد شركات مصالح وإحتكارات الأقلية "[3]

افكار الاقتصادين الكلاسيك :-

إن الأفكار الاقتصادية الكلاسيكية قد ألقت بظلالها على جميع الاتجاهات الفكرية التى تلتهـــا ونهلت تلك المدارس بمختلف مشاربها من روافد الفكر الكلاسيكي بقصد وبدون قصد . وبما ان تلك الورقة البحثية لا تتضمن تلخيصا لتاريخ الفكر الاقتصادى فذلك يخرج عن نطـــاق اهـــدافها وحجمها ، وانها تركز على مناقشة العوامل التى تم افتراض تسببها فى فشـــل الاطـــار الفكـــرى لاطروحات وسياسات المحافظين الجدد فى تحقيق الغايات المنشـــوده ، فســـيتم تنـــاول الجانـــب المقارن بين افكار الاقتصادين الكلاسيك واطروحات المحافظين الجدد لاحقا فى الجزء المتعلـــق

---

(1)جون رالستون سول ، انهيار العولمة واعادة اختراع العالم ، الدار المصرية اللبنانية ،٢٠٠٩ .

(2) جلال أمين ، كشف الاقنعة عن نظريات التنمية الاقتصادية ، كتاب الهلال ، دار الهلال ، فبراير ٢٠٠٢ ص ٨١

(3) جون رالستون سول ، مرجع سبق ذكر ص ١٤٥ .

بفرضية الجمود الفكرى للمحافظين الجدد

غير إنه من المعروف أن الجوانب المشتركة بين أفكار الأقتصادين الكلاسيك وأفكار المحافظين الجدد تتمثل في مجموعه من الملامح يمكن التعبير عنها فى كلمة مشتركة واحدة وهى (الحرية الاقتصادية) ولكن القياس مع الفارق .

الكساد الكبير وأفكار كينز :-

" عندما وقع الكساد الكبير بعد انهيار بورصة الأوراق المالية في أكتوبر ١٩٢٩ كان موقف الاقتصاديين المؤمنين بالتراث الكلاسيكي هو التزام الصمت فقد كان أمراً يتطلب الترقب والانتظار ، وفى فترة رئاسة فرانكلين روزفلت جاءت أخيراً انحرافات جوهرية فى الأرثوذكسية الكلاسيكية " (١)

إن أزمة الثلاثينيات تعتبر أول زلزال كبير يتعرض له النظام الرأسمالي ولذلك فإنها تعتبر أول مراجعة جذرية لمرجعيات ذلك النظام وأسسه الفكرية .

" إن الأفكار الاقتصادية تنبع على نطاق واسع أيضاً من الظروف المعاكسة ففى أوقات الحرب والركود سواء من أجل الترشيد أو مكافحة الفقر والحرمان يجد الاقتصاديون أنهم ملزمون بالتفكير ويجدون ما يشجعهم على ذلك أما فى الأوقات الطيبة فيكون هناك إتجاه إلى الاسترخاء والاكتفاء بتأكيد الأفكار السائدة "(٢)

اذ دائما ما تكون مراحل الانتقال مشوبة بتزايد اللايقين والاضطراب ووجود زخم من الأفكار، وإن المدرسة الكينزية كانت فى المحصلة النهائية إنعكاساً مباشراً لأزمة الكساد الكبير الذي داهم الاقتصاد الرأسمالي في الثلاثينات من القرن الماضي .ويلاحظ أن إتباع وسائل ضمن الإطار الفكري السائد لم يفد في مواجهة مراحل الأزمات أو المشكلات التي واجهت النظام الإقتصادى ، فلقد حدث ذلك فى السنوات الأولى للكساد الكبير ، وتفاقم الركود كنتيجة لذلك ، ولقد وقف التراث الأرثوذكسي الكلاسيكي مكتوفاً أمام تداعيات الكساد الكبير ، كما أن التضخم تفاقم في الدول المتقدمة فى نهاية السبعينيات ووقفت أفكار الكينزيين فيما بعد مكتوفة الأيدي أمام تلك التداعيات .

ان الافكار الاقتصادية عند تطبيقها على الارض الواقع ظلت موضوعا دائما للتغير ، و طالما عاشت الحضارات والديانات واللغات والثقافات والأمم على مدار قرون عديدة وعاشت الدول القومية كذلك ، ولكن بالنسبة للنظريات الاقتصادية فإن ربع القرن يعد فترة معقولة ، وفيما يعد نصف القرن فترة غير اعتيادية ، أما ما يتجاوز ذلك فأمر يستدعى الجهر به إعتزازاً على رؤوس الأشهاد ". (٣)

ويتضح الارتباك والتشويش الحادث فى بداية الأزمات من طبيعة حزم السياسات التي تم إتباعها فى بداية الكساد الكبير ، ثم بدأت بعد ذلك إرهاصات لسياسات التدخل الحكومي ،ومع

---

(1) جون كينيث جاليريث ، مرجع سبق ذكره ، ٢١٧ .

(2) المرجع السابق ، ص ٢٨٦ ، ٢٨٧ .

(3) جون رالستون سول ، مرجع سبق ذكر ص ٣٠ .

مجيء الإدارة الحكومية الجديدة في عام ١٩٣٣ جاء الاقتصاديون الزراعيون إلى واشنطن وتحت إشرافهم وتحت الإدارة الاسمية لمن دعوا طويلاً لإصدار تشريعات خاصة بالقطـاع الزراعـي ولدت إدارة التصحيح الزراعي وكذلك ولدت سياسة وضع حد أدنى للأسعار أو العائـدات التـي تحصل عليها المنتجات الزراعية الرئيسية، وقد كتب لهذه السياسة أن تستمر وأن يكون لها مقابل في كل البلدان الصناعية فهذا الفرع من الاقتصاد الذي يساير بأكبر قدر ممكن المثال الكلاسـيكي لم يعد متروكا وفقاً للمبادىء الكلاسيكية "(١)

" على أن القبول الواسع بالتدخل الحكومي في النشاط الأقتصادى قد تجلى بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية والتبني الكاسح للفلسفة الاقتصادية الكينزية "

ولقد شهدت فترة تطبيق الآراء الكينزية ازدهارا كبيراً للنظام الرأسمالي الغربي علـى مـر عقدين ونصف من الزمن طبقاً لمختلف المؤشرات الاقتصادية ، كما نشأ ما عرف باسـم دولـة الرفاه في الدول الغربية وتحققت مكاسب اجتماعية ضخمة للطبقة المتوسطة والطبقات العاملة فى تلك الدول بما لم يسبق له مثيل من قبل .

نشأة أفكار المحافظين الجدد :-

اننا يجب ان ننظر الى الازمة الاقتصادية العالمية فى اطار الفكر الاقتصادى الذى ترعرعت جذورها فى تربته ، وهو افكار المحافظين الجدد ، انه من غير الممكن تنـاول الازمـة خـارج السياق السياسى والاقتصادي والاجتماعى الذى خرجت من اطاره ، ان ذلك الاطـار المرجعـى الذى انشأ الازمة وولدها هو فى مرحلة تغير الان ، اذا ان الانساق المعرفية تكون فى حالة تغير دائم ، ويشمل التاريخ الاقتصادى والاجتماعي على نقاط للتحول تمثل بداية لمنعطفات التغير على مسار ذلك التاريخ ، لم تسكت أصوات المتحدثين باسم التراث الكلاسيكي ففي عام ١٩٤٤ وفـى ذروة المجهود الحربي وسياسة التدخل نادى البروفسور فون هايك بأن نظام الأسعار لن يـؤدى دوره الا إذا سادت المنافسة أي عندما يصبح المنتج الفردي ملزماً بالتلاؤم مـع التغيـرات فـي الأسعار وغير قادر على التحكم فيها وعاد هو ومساعده البروفيسور ميلتون فريدمان إلى الحديث عن خطر التدخل الحكومي لوقوفه حائلاً دون حرية الاختيار "(٢)

وتلك كانت تمثل إرهاصات المدرسة النقدية التي مثلت الرافض الرئيسى لأفكار المحـافظين الجدد ، وقد بدأت تلك الإرهاصات فى أوج انبعاث الأفكار الكينزية وليس بعد ذبولها وتراجعها .

ولكن الظروف الموضوعية حينئذ لم تكن مهيأة لانطلاق أفكار المدرسة النقدية إبان عهد فون هايك ، فى حين كانت تلك الظروف مهيأة لذلك بعد عقدين من الزمن وأصبحت أفكار

ميلتون فريد مان ملء السمع والبصر .ولقد برزت تلك الظروف الموضوعية مع أفول فتـرة الانتعاش التي شهدها العالم الغربى على مدى عقدين ونصف من الزمن والتـي بـدأت بعـد أن وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها فإنه " سرعان مادخلت الرأسمالية مشارف السبعينيات فى

(1) جون كينيث جاليريث ، مرجع سبق ذكره ، ٢٣١ .

(2) المرجع السابق ص ٢٧٦ ، ٢٧٧ .

أزمة هيكلية حادة ، وسرعان ماتعرضت الثورة الكينزية – التى شكل التدخل الحكومي في النشاط الإقتصادى جوهرها –لثورة مضادة سواء على صعيد الفكر أو على صعيد السياسات الاقتصادية، فعلى صعيد الفكر الأقتصادى تعرضت الكينزية لحصار نظري طاحن من خلال هجمات المدرسة النيوالكلاسيكية التي قاد لوائها ميلتون فريد مان (مدرسة شيكاغو) وأنصار مدرسة اقتصاديات العرض " [١].

" إن مابدا متناسقا من الناحية الاقتصادية فى سير نظام الكينزى ثبت أنه غير متناسق من الناحية السياسية ،فالانكماش والبطالة كانا يتطلبان زيادة في النفقات العامة وخفضاً للضرائب وهما إجراءان مقبولان تماماً من الناحية السياسية ،

ومن الناحية الأخرى كان تضخم الأسعار يتطلب تخفيضاً للنفقات الحكومية وزيادة للضرائب هما أمران غير مقبولان سياسياً ، بالإضافة إلى أنه سرعان ماتبين أنه ليس من السهل لهما أحداث أثراهما في مواجهة الشكل الحديث للتضخم " [٢].

ولقد اعتمدت أفكار المحافظين الجدد بشكل رئيسي على تحجيم دور الدولة وأشاروا إلى أن " التضخم يعتبر ظاهرة مستقلة عن ارتفاع الأجور وتعود إلى الإفراط النقدي الذي مارسته الحكومات لتمويل عجز موازناتها العامة ، أما البطالة فترجع في رأيهم إلى زيادة تدخل الدولة فى النشاط الأقتصادى والمجالات الاجتماعية ، وكذلك العمل على إعادة توزيع العبء الضريبي من الشرائح العليا إلى الشائح الدنيا اعتمادا على فكرة الأقتصادى الأمريكي إرثرلافر ، والخصخصة[٣]".

ولكن لعل الجانب الأكثر خطورة هو أن حزم السياسات التي تبنتها الدول الغربية والمنظمات الاقتصادية الدولية تم فرضها قسراً على دول العالم الثالث " ولعل من بين كل الأخطاء الجسيمة التي أرتكبها صندوق النقد الدولي كانت هي أخطاء تعاقب المراحل والسرعة ، والفشل في أدراك السياق الأجتماعي الأوسع ، مثل فرض التحرير قبل إقامة شبكات الإنقاذ ، وفرض سياسات تؤدى إلى تدمير فرص العمل قبل إقامة العناصر الرئيسية لخلق فرص عمل جديدة ، وفرض الخصخصة قبل أن تكون هناك اطر تنظيمية مناسبة . [٤]"

أفكار المحافظين الجدد في التطبيق

وأذا كنا قد أشرنا الي أن أفكار المحافظين الجدد وجدت رافدها الرئيسي في المدرسة النقدية وأنه كانت لها إرهاصات في الفكر الاقتصادي فيما سبق ذلك كثيرا الا أن تبني السياسات وتطبيقها لم يجد طريقه الممهد الا عندما تم ما أسمته نوريناهيرتس : السيطرة الصامته " والتي

(1) جون كينيث جاليريث ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٩٥

(2) جون كينيث جاليريث ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٩٥

(3) رمزي زكي ، الليبرالية المتوحشة (ملاحظات حول التوجهات الجديدة للرأسمالية المعاصرة) ،مكتبة الاسرة سلسلة الفكر، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، ص ٨٨

(4) جوزيف ستيجلتر، ضحايا العولمة ، مكتبة الاسرة، سلسلة الفكر، الهيئة المصرية العامة للكتاب ٢٠٠٧، ص ١٠٥ .

تم أحكامها بصعود مارجيرت تاتشر رئيسة وزراء بريطانيا السابقة والتي لقبت بالمرأة الحديدية مع رفيقها رونالد ريجان في الولايات المتحدة الأمريكية وقدم رجال السياسة حل واحد يقوم علي الاقتصاد الحر والثقافة الاستهلاكية وقوة المال والتجارة الحرة ، وتم إيجاد نظام تكون فيه الشركة هي الملك والدولة هي رعيتها والمستهلكون هم المواطنون انه الغاء صامت للعقد الاجتماعي "[1] فما بالنا بمواطني دول العالم الثالث ووضعهم كمستهلكين لمنتجات مواطني تلك الدول المتقدمة طبقا لتقسيم العمل الدولي الذي أستمر العمل به ولكن طبقا لشكل مختلف يتناسب مع تغير الظروف.

أن تزايد دور الدولة في اطار النظام الرأسمالي الغربي وفي ظل أفكار المدرسة الكنزية والذي بلغ مداه وحقق ما حققه من نجاح قد تراجع لادني حد في ظل تطبيق أفكار المحافظيين الجدد وتغيرت قواعد اللعبة " وأصبحت الحكومات مجرد حكام لتلك الالعاب والذين يطبقون قواعد وضعها أخرون ، أن الحكومات التي ناضلت بالامس من أجل الارض أصبحت تناضل الان بشكل عام من أجل مؤشرات السوق ، ولقد أصبحت أحد أهم وظائف تلك الحكومات هي ايجاد بيئة يمكن أن تزدهر فيها تلك الشركات وفي هذه الاثناء يلقي جانبا بالعدالة والإنصاف والحقوق والبيئة "[2].

ولقد تدهورت الأجور الحقيقية للعاملين بأجر من خلال تطبيق أفكار المحافظيين الجدد " ولقد أمسى العاملين من أبناء الفئة الاجتماعية الواقعة في أدني السلم الاجتماعي رهائن في قبضة السوق العالمي "[3] وهذا وضع أشد من نظام الرق التاريخي القديم ولكن بصورة حديثة " ولقد تميز الربع الاخير من القرن العشرين من ناحية بانخفاض في دخول العاملين بأجر، وارتفاع نسبة العبء الضريبي عليهم ، ومن ناحية أخرى بارتفاع دخول مديري المشاريع وأصحاب الثروة وانخفاض نسبة العبء الضريبي الذي تتحمله هذه الفئة الاجتماعية ، أن المجتمع الذي يفرط في تحميل سفينة عنصر العمل أعباء لأقدرة لها علي تحملها يجب أن يأخذ في الحسبان احتمال غرق هذه السفينة"[4]. أن حجة الأثر الضار لمزيد من المساواة بين الدخول على التنمية هو موقف تبناه في البداية الاقتصاديون التقليديون .ثم الاقتصاديون المحدثون ، وكتاب التنمية الاقتصادية ، وتبنتئه أجهزة الأمم المتحدة المعنية بالتنمية وتبناه الاقتصاديون المناصرون لاتجاه المحافظيين الجدد عندما يدافعون عن تخفيض تدخل الدولة في الاقتصاد إلى الحد الادني ، وعن بيع القطاع العام ففسروا كل فشل في تحقيق معدل عالي للنمو بتدخل الدولة لصالح الفقراء وكل نجاح للتنمية بضالة دور الدولة "[5]. ولقد أجهض الليبراليون المتطرفون بدعوتهم المتطرفة

---

(1) نورينا هيرتس ، السيطرة الصامتة ، عالم المعرفة، العدد ٣٣٦، فبراير ٢٠٠٧.ص ١١

(2) المرجع السابق ص ١٤ .

(3) هورست افهيلد ، اقتصاد يغدق فقرا ، عالم المعرفة ، العدد ٣٣٥ ، يناير ٢٠٠٧. ص ٥٣

(4) المرجع السابق ص ٦٠ .

(5) جلال أمين فلسفة علم الاقتصاد ، بحث فى تحيزات الاقتصادين وفى الاساس غير العلمية لعلم الاقتصاد ه دار الشروق ، ٢٠٠٩ ، ص ١٩٣

للحرية الاقتصادية وأنكارهم دور الدولة في ضبط آليات النظام الرأسمالي كل تقدم حققته النظرية الاقتصادية علي يد جون ماينارد كينز "[1].

ان التطبيق يظل هو المحك الرئيسى لاختبار النظريات والافكار الاقتصادية ، وبقدر ما يتسع نطاق ذلك التطبيق زمانا ومكانا كلما كانت درجة المصداقية والوثوق فى نتائج اختبار النظريات والافكار الاقتصادية على الارض الواقع سلبيا وايجابياً ، اما من حيث النطاق الزمنى فلقد استمرت افكار المحافظين الجدد فى الساحة العملية منذ حوالى عقدي ونصف من الزمن يؤرخ لها عادة ببداية الحقبة التاتشرية والريجانية ، وفى عصر تلك العولمة فان هذه الفترة الزمنية لا تعد بالقصيرة فى ظل ما طرأ فيها من متغيرات عميقة و متلاحقة تلهث الانفاس فى تتبعها ، واما من حيث النطاق الجغرافى فان افكار المحافظين الجدد انتشرت فى كل اجزاء المعمورة وفى جميع الاتجاهات ، ومع اختلاف مستويات التقدم ، وبدأ زحفها من النطاق الانجلو امريكى ليشمل الغرب كله ، واكتسح المد الدول التى عرفت بانها فى مرحلة التحول وهى دول الاتحاد السوفيتى السابق والكتلة الشرقية التى انفرط عقدها والتى عانت اشد الاثار السلبية ايلاما كنتجية لهذا التحول غير المدروس طبقا لشهادة اساطين الفكر الغربى انفسهم ، اما الدول النامية والاقل نموا فانه تم فرض التجربة عليها قسرا من خلال المنظامت الاقتصادية الدولية التى تبنت هذا الفكر بتشدد واستخدمت فى هذا السبيل اكثر من عصا وجزرة ، وتم تجريع تلك الدول الدواء المر طبقا للوصفة الموضوعة الشهيرة بتوافق واشنطن حتى ان ادت الوصفة الى وفاة المريض .

ولكن تعتبر الازمة الاقتصادية العالمية الاخيرة التى ضربت الاقتصاد العالمى لعدة اشهر هى بمثابة قمة الفشل لافكار المحافظين الجدد و سياساتهم ، ورغم وجود مؤشرات عامة للتعافى من الازمة الا ان هناك توابع لها ، كما انها اثارت اكثر المناقشات جدلا حول افكار المحافظين الجدد وسياساتهم وما ادت اليه من نتائج وخيمة لا يتسع نطاق الورقة البحثية لاستعراضها .

<u>عوامل فشل الإطار الفكري للمحافظين الجدد</u>

افترضت الورقة ان بعض العوامل قد ادت الى فشل الاطار الفكرى للمحافظين الجدد فى الواقع التطبيقى وهى كما يلى :

<u>اولا : الجمود الفكرى للمحافظين الجدد</u>

لقد ظل المحافظين الجدد علي جمودهم الفكري وتشددهم الإيديولوجي عندما ارجعوا أزمة الكساد الكبير في الثلاثينيات إلي حجج واهية مثل تدخل الدولة " وقالت سوزان استرانج أن دعاة التجارة الحرة اختلقوا عمداً الخرافة القائلة بأن فرط الحماية قد سبب الكساد الكبير"[2]

وقد يكون أحد أهم أسباب التطرف الشديد الذي لازم أفكار المحافظين الجدد أن تلك المدرسة نشأت مباشرة عقب أشد المدارس الرأسمالية تأييد للتدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي إلا وهي المدرسة الكينزية والتي سادت تعاليمها وسياساتها الاقتصادية المطبقة في العالم المتقدم

(1) رمزي زكي ، مرجع سبق ذكرة ص ٢٤ .

(2) جون رالستون سول، مرجع سبق ذكره . ص ٩٤-٩٥ .

حوالي عقدين ونصف من الزمن حققت خلالها الرأسمالية إنجازات مادية واجتماعية ضخمة وأنشأت ما عرف باسم دولة الرفاة .

" إنه من الخطأ عدم الاعتراف بالدور السياسي لعلم الاقتصاد في مجال العلاقة بين مؤسسة الأعمال والدولة ، فلن يكون في الوسع فهم استمرار بقاء النظرية الكلاسيكية على قيد الحياة إلا عند رؤية أن المعتقدات الكلاسيكية تحمي استقلال دوائر الأعمال ودخلها وتساعد على حجب السلطة الاقتصادية التي تمارسها المنشأة الحديثة على أنه أمر مفروغ منه ، وذلك بالقول بأن السلطة كلها إنما هي موكل للسوق " [١].

إن آدم سميث رائد الاقتصاديين الكلاسيك وصاحب فكرة اليد الخفية ، كان أكثر إدراكاً لمثالب السوق ونواقصه عن المحافظين الجدد، إن ذلك المفكر لم يطلق أفكاره دعه يعمل دعه يمر لتبرير سلوك المستفيدين من العولمة المالية الضارية فى بداية القرن الحادي والعشرين والتى ارتكزت على أفكار المحافظين الجدد ، والتى تختلف فى مضمونها عن أفكاره .

ويلفت النظر الهجوم الذى شنه سميث على الشركات المساهمة فى عصر التجاريين وما عرف وقتها بالمشروعات الخيالية والشركات الوهمية ،" إن المسئولين التنفيذيين فى الشركات المساهمة والمتحدثين باسمهم اليوم والذين يستشهدون بأدم سميث بإعتباره مصدر كل إجازة وصدق دون أن يكلفوا أنفسهم عناء قراءته قد يصابوا بالدهشة إذا علموا أنه لم يكن يسمح لشركاتهم بالوجود"[٢] ولقد قال سميث بشأن المديرين الذين يديرون منشأت كبيرة لصالح الآخرين: " أنهم لكونهم مدراء لأموال أناس آخرين بدلاً من أموالهم الخاصة لا يمكن أن يتوقع منهم أن يسهروا على حمايتها باليقظة القلقة نفسها التى يسهر بها عادة الشركاء فى شركة خاصة على حماية أموالهم ، ولذلك فإن الإهمال والاسراف لابد أن يسودا بدرجة أو بأخرى فى أدارة شئون مثل هذه الشركة ،" [٣]

وتنطبق هذه المقولة التى تم إطلاقها مما يزيد عن القرنين من الزمن إلى حد كبير على أوضاع مديرى المصارف الكبيرة وصناديق التحوط الذين يتقاضون رواتب ومكافآت ضخمة ، وإليهم يرجع جزء كبير من الأداء السلبى الذى أدى إلى الأزمة الاقتصادية العالمية الأخيرة فى عام ٢٠٠٨ ، إن أوضاع المتشدقين بأفكار الاقتصاديين الكلاسيك توضح أن : " الأمر أصبح مرادفاً لاقتباس بعض عبارات آدم سميث دعماً لتلك النوعية من الأتجاهات المدفوعة بمنطق المصلحة دون أن يكون سميث فى واقع الأمر مؤمناً بها ، فكيف لك أن توقفهم عن الإساءة إلى المفكر المسكين " [٤].

ولقد كان أدم سميث أكثر إدراكاً لأهمية دور الدولة عن المحافظين الجدد " حيث أن الدولة كانت لدية هى العنصر الرئيسي لنجاح اقتصاد السوق ، وعلم الاقتصاد السياسي عنده هو فرع

---

(1) جون كينيث جاليريث ، مرجع سبق ذكره . ص ٣٣٥ .

(2) حازم الببلاوى ، جريدة الأهرام ،٢٤ مايو ٢٠٠٩ ،ص ١٠

(3) جون كينث جالبريث ص ٨٥

(4) جون رالستون سول ، مرجع سبق ذكره ، ص٩٤ ص٩٥

من علوم رجل الدولة أو المشرع ، ومن هنا نجده بوجه خطابة فى مؤلفاته إلـى رجـال الحكـم وصناع السياسة ، سواء في كتابه عن ثروة الأمم " وكذلك فى نظرية الشـعور الأخلاقـي " أو دروسه عن القضاء " ولعله ليس من قبل المصادفة البحتة ان يكون رائد علم الاقتصاد الكلاسيكى واول المنادين بحرية الاقتصادية هو بالاساس استاذا للفسلفة الاخلاقية ، والتى تم التغاضى عنهـا كثيرا فى المعاملات المالية والاقتصادية السائدة فى عهد الليبراليين الجدد ، وقـد كانـت رؤيـة سميث تقطع بأن العامل الرئيسي لنجاح اقتصاد السوق وهو وجود دولة قوية قادرة على وضـع قواعد السوق ورقابتها والإشراف عليها والتدخل عند الضرورة لمنع الانحرافات وكـان سـميث يرى أن الحرية الكاملة وهم لا وجود له " فى حين أن توجهات المحافظين الجـدد تعمـل علـى إطلاق حرية السوق بلا حدود ، خاصة أسواق المال بكل مبتكراتها ومشتقاتها الخياليـة " إن آدم سميث شأنه شأن معظم الاقتصاديين التقليديين لم يكن واهماً أو غافلا عن مشاكل إقتصاد السوق ، ولم يكن مؤمناً أن هذا الاقتصاد جنة بلا مشاكل ، ولكنه أدرك أيضاً ان السوق هـى عنصـر رئيسي فى زيادة الكفاءة على أن يقوم إلى جانبة أو بالاحرى فوقه سلطة الدولة التـى تراقـب السوق وتمنع انحرافاتها، وتقوم بإستكمال ماتفشل فيه السوق خاصة من حيث توفير السلع العامة مثل التعليم والدفاع والبنية الأساسية والمشروعات الاستراتيجية . لقد جـاء آدم سـميث داعيـاً للحرية الاقتصادية ولكنه طالب بالحرية المسئولة تحت إشراف ورقابة دولة قوية وعاقلة ،

فإقتصاد السوق ليس نموذجاً مثالياً أو كاملاً ولاهو عقيدة دينية أو مذهبية لها كتـاب مقـدس وتعاليم ثابتة فضلا عن كهنة يحافظون على طهارتها ، وانما أقتصاد السوق هو ظاهرة اجتماعية نشأت نتيجة إحتياجات المجتمع ، ويحتاج الى المراجعة والتعديل وهذا هو ما أدركه أدم سـميث "[1] ولكن المحافظون الجدد ودعاة العولمة بلا حدود لم يدركوا تلك الحقيقة وكانوا أكثر جمـودا من كل التيارات الفكرية وادعوا بوجود وصفة سحرية تصلح لكل زمان ومكان ولا يأيتها الباطل من أمامها أو من خلفها .

ولقد كان رأى أدم سميث فيما يتعلق بالضرائب أكثر تقدماً من آراء المحافظين الجدد الـذين يؤيدون بشدة نقل العب الضريبي من فئات الدخل العليا الى فئات الدخل الأدنى من خلال الحجـة الواهية و المستهلكة بتشجيع الاستثمار والذي بشرونا بأن ثمارة سوف تتسـاقط علـى الجميـع أغنياء وفقراء بدون تفرقة ، حيث قال سميث فيما يتعلق بالضرائب " أن رعايا كل دولة يجب أن يسهموا في دعم الحكومة بنسبة أمكانات كل منهم اى بالنسبة للدخل الذي يتمتع به كل منهم فـى ظل حماية الدولة[2] "

أن المقارنة بين أفكار أدم سميث وأفكار المحافظين الجدد – مع فارق الظرف التـاريخي – توضح مدى تقدم أفكار سميث عن توجهاتهم ،فان أفكار سميث تضمنت أساساً نظرياً لتفسير قيام التجارة الدولية طبقاً للمزايا المطلقة ، وتصوراً لتقسيم العمل الدولي ، واهم من ذلـك أن أفكـاره

---

(1) حازم الببلاوي جريدة الاهرام ،٢٤ مايو ٢٠٠٩ ، ص ١٠

(2) جون كينيث جالبريث مرجع سبق ذكرة ص ٨٦ .

كانت تحمل بذوراً للفكر التنموي من وجه نظره قبل أن تظهر اقتصاديات التنمية كفرع مستقل من الدراسات الاقتصادية بحوالى قرنين من الزمن " فطبقاً لنظرية سميث فان توظيف الموارد الإضافية سوف يؤدى إلى إمكانية الحصول على المزيد من السلع والخدمات المستوردة من خلال ما يتحقق من زيادة في متحصلات النقد الأجنبي " (وتقدم نظرية سميث تفسيراً لكيفية قيام التجارة في الدولة كدافع لتحقيق النمو على أساس إن أتساع نطاق السوق الذي يؤدى إلى تقسيم العمل يؤدى بدوره إلى زيادة الإنتاجية في الدولة وذلك للاستفادة من وفورات السعة وتشجيع الابتكارات التكنولوجية التي تؤدى بدورها إلى التحسن المستمر فى إنتاجية عنصر العمل[1]

أن دعاة العولمة والمحافظين الجدد فى أطار التوجه نحو فصل الملكية عن مواقع الأنتاج قد " نسوا أن كانوا قد أدركوا أصلاً الأفتراضات الأوسع نطاقاً بشأن الأسواق الحرة ، تلك أمور

محورية بالنسبة أدم سميث وأفكار دعاة التجارة الحرة في القرن التاسع عشر ، ولقد أفترض سميث ودعاة التجارة الحرة قيام وحدة فيما بين أشكال الملكية ، وموقع الإنتاج ،

ومقر الشركة ، أن نظريات القرن التاسع عشر افترضت أن التجارة الحرة والأسواق الحرة للاقتصاد بين الزراعيين ، المؤتمر الخمس للاقتصاد بين الزراعيين، مارس ١٩٩٧ .

من شأنهما خلق فرص العمل والمساهمة في حصيلة الضرائب وتحسين الهيكل الأساسي الأجتماعى لها في أطار المجتمع ككل"[2] وفى مقابل ذلك " فأن دور الشركات عبر الوطنية حالياً لا يتصل إلا بأسباب واهية بالشركات العالمية المفتوحة فى أطار أعراف التجارة الحرة بقدر ما يتصل بالجانب المظلم من النزعة التجارية المادية للقرنين السابع عشر والثامن عشر "[3].

إن ما أطلق عليه افتراء تطوراً ، وقدرة للمشروعات على الانتقال الجغرافي السريع بين مختلف الدول سعياً وراء خفض تكلفة العمل ولهثاً وراء التهرب الضريبي سواء الصريح في الواحات الضريبية أو المستتر فى الدول التى تقدم تسهيلات ضريبية هو أحد أهم مظاهر فشل سياسات المحافظين الجدد في التطبيق عن أفكار الاقتصاديين الكلاسيك ففي حالة هذه المشروعات المتنقلة فأن المجتمعات الوطنية الأصلية قد لا تستفيد شيئاً يعتد به ، وتصب الفوائض لدى الشركة الأم .

ولقد كان ديفيد ريكادو ثانى الاقتصاديين الكلاسيك الرواد متقدماً بخطوات حيث " قام بربط نظرية الأزمة بنظرية التوزيع فى النظام الرأسمالي "[4] وأبدى اهتماما واضحاً بقضية التوزيع ، إلا أن عبقريته تتجلى فى نظرية المزايا النسبية كأساس لقيام التجارة الخارجية والتي ظلت تحكم الفكر الأقتصادى في هذا المجال لحقبة طويلة من الزمن وذلك مع كل التعديلات والتغيرات التي تعرضت لها وظلت على تماسكها لفترة طويلة ، أما نظرية المزايا التنافسية فأنها نشأت أساساً فى

---

(1) محمد زكي جمعة ، الصادرات الزراعية المصرية في ظل سياسة التحرر الاقتصادي ، الجمعية المصرية

(2) جون رالستون سول مرجع سبق ذكره ص ٢١٣-٢١٤

(3) المرجع السابق ص ٢١٦ .

(4) رمزي زكي مرجع سبق ذكره ص ٥٨ .

كنف علم إدارة الأعمال وفى أطار متوافق مع معطيات العولمة المحمومة من خلال تشجيع التوجه نحو أعطاء أهمية كبيرة لعنصر الإدارة بالشركات وتشجيع اتجاهات الدمج والاستحواذ وتكوين كيانات كبيرة تحت مظله ما يعرف بالتنافسية ومع ما أدى أليه ذلك من زيادة الوزن النسبي لفئة المديرين في عالم المال والأعمال مع عوامل أخرى إلى زيادة التأزم فى النظام المالي فى الدول الغربية ومما ادى الى الازمة المالية الاخيرة .

وفى عهد المحافظين الجدد أصبحت النقود أصلاً أقتصادياً فى حد ذاته " ولقد سبق أن كتب ديفيد هيوم فى القرن الثامن عشر قائلاً أن النقود لأتمثل على الإطلاق سبلاً للتجارة انها مجرد زيت التشحيم الذى يجعل تروس التجارة أكثر نعومه ويسراً ، والمشكلة أن الحقيقة لم تعد تجد من ينصفها بعد أن صرف القوم أبصارهم عن كل من أدم سميث وديفيد هيوم "[1] وذلك لانهم قوم لايقرأون ، وأن قرأوا لايفهمون الا ما يريدون فهمه بما يتوافق مع مصالحهم .وفى حقيقة الأمر فأنه لم تكن أراء الكلاسيك هى فقط التى تعتبر أكثر تقدماً من أراء المحافظين الجدد ولكن كان هناك اقتصاديين كثيرين لاينتمون إلى المدرسة الكلاسيكية ولايعتنقون الأفكار الاشتراكية ولكن كانت لهم أراء أصلاحية متقدمة للنظام الرأسمالى ومنهم -على سبيل المثال - كالدور والذى شارك فى إعداد تقرير بيفردج والذى يعتبر أحد الروافد لنظرية دولة الرفاه "والذى كان مخططاً رائعاً لدولة الرفاهية البريطانية فى فترة ما بعد الحرب "[2] كما كان لايكف عن الدعوة الى سياسة الضريبة التصاعدية ، ومن حيث السياسة الضريبية يلفت النظر أفكار هنرى جورج الذى لفت نظره الزيادة الكبيرة فى قيمة الأرض فى الغرب الأمريكى الذى صاحب المضاربات كنتيجة لانشاء السكك الحديدية ومن هنا جاءت فكرته عن الضريبة الواحدة"[3]، ويلاحظ أرتباط تلك الأفكار المتحررة المبكرة بالتوجهات التى تناهض النمو الذى يعتمد على النشاط الريعى خاصاً فى المجال العقارى وضرورة فرض ضرائب بنسب لايستهان بها على التصرفات العقارية وذلك مع وجود ملمح لاتخطئه العين فى ذلك القطاع العقارى الذى أنطلقت منه شرارة الأزمة الأخيرة وكذلك دور المضاربة فى هذا القطاع فى تثبيط النمو الحقيقى الذى يتصف بالاستدامة فى القطاع العينى مما يؤدى إلى إنتاج الفقاقيع والبالونات المعدة سلفا للانفجار ، ونلاحظ هنا أهمية الاتجاهات التى نادت بإصلاح النظام الراسمالى خاصة تلك التى تعتمد على تمويل التنمية من خلال تعبئة الموارد الذاتية .

ثانياً : إغفال الجوانب الاجتماعية في الفكر الأقتصادى

لقد أغفل المحافظون الجدد ــ كغيرهم من بعض المدارس الاقتصادية ــ الجوانب الاجتماعية في علم الاقتصاد الذي هو علم اجتماعي بالأساس ، بل الابعد من ذلك انهم اغفلوا الجوانب الاقتصادية للعلم وتم التركيز بشكل مبالغ فيه علي الجوانب النقدية ، حيث تضخم القطاع المالي علي مستوي العالم بشكل غير مسبوق وأصبح كالبالونة الجاهزة للانفجار في أي وقت وحينئذ

---

(1) جون رالستون سول مرجع سبق ذكره ص ١٤١

(2) جون كينيث جالبريث ، مرجع سبق ذكرة ص ٢١١

(3) المرجع السابق ص ٦٧ .

تحديث الازمة المالية الطاحنه .

أن اغفال العديد من الجوانب الاجتماعية في علم الاقتصاد في أطار النماذج الاقتصادية الكمية المختلفة علي الرغم من كون علم الاقتصاد هو علم اجتماعي بالضرورة أدي الي كثير من الإخفاقات النظرية لعلم الاقتصاد في تفسير الظواهر الاقتصادية ولقد كان ذلك الإخفاق مدوياً مع أفكار المحافظين الجدد ، وفي ظل الآثار السلبية التي ترتبت علي تطبيق النموذج الانجلو أمريكي المبني علي الافكار الاقتصادية للمحافظيين الجدد .

أن الجوانب الاجتماعية لعلم الاقتصاد ينشأ أحد أبعادها من أنه بالاساس علم أختيار بين بدائل عديدة في ظل بعض المحددات ومما لاشك فيه فان هذه الخيارات يحكمها العديد من العوامل بعضها موضوعي وبعضها ذاتي وترتبط تلك الخيارات إلى حد بعيد بالسلوك البشرى ، ويلفت النظر أن كثير من المشكلات التي تواجه مسار التنمية كان يتم تفسيرها غالبا في الإطار الفني المتعلق بالجوانب الاقتصادية خاصة المالية والنقدية منها ثم بنظره فاحصة وعميقة ينتقل الاقتصاديون إلي الجانب المؤسسي ويركزون علي أن كل العقبات والمثالب التي تواجه الاقتصاد تعود الي ذلك الجانب المؤسسي ، ولكن في حقيقة الامر فان نظرة أكثر عمقاً سوف تجد أن هذا الاطار المؤسسي غير كافي والمشكلة الحقيقية التي يواجهها ترجع فضلا عن العوامل الخارجية الاخري المحددة الي الجانب الاجتماعي بما يشتمل عليه من أنساق قيميه ، أن الإخفاق الحقيقي الذي يواجه مختلف مدارس الفكر الاقتصادي تكون ذات صلة وثيقة بعلوم أخري اجتماعية لها تأثير علي ذلك الفكر الذي هو اجتماعي بالاساس، ويستأثر علم الاجتماع بجانب كبير من تلك العلاقة المشار إليها .

" ولقد ظهر دفاع عن الفكر الكلاسيكي خارج التيار الرئيسي للفكر الأقتصادى وهو أسهام علم الاجتماع وذلك من خلال أفكار العالم الأجتماعى هربرت سبنسر والذي رأى أن الفقراء ممن لم يتحملوا مشاق الحياة هم ضعاف البنية والذين كان موتهم هو الوسيلة التى أتخذتها الطبيعة لتحسين النوع ، فلن يعيش فى نهاية المطاف غير من يتقدمون بالفعل وهؤلاء لابد أن يكونوا خيار جيلهم ، ولا يسع الإنسان إلا أن يعجب الطريقة الشاملة التى أسهم بها سبنسرو تلك المدرسة الدارونية الاجتماعية فى الدفاع عن النظام ، لقد كانت أراء سبنسر قوة رئيسية فى أيامها وبخاصة فى الولايات المتحدة الأمريكية "[1].

" وفى العقود المبكرة من القرن العشرين أخذت الدارووينية الأجتماعية فى الأفول ولكنها لم تختفي ومازال فى الوسع أن نجد بعض أثارها اليوم فى الفكرة القائلة بأن المعونة التى تقدم للفقراء إنما تديمهم فى فقرهم ، كما أن صوت هربرت سبنسر يسمع فى المقاومة الشديدة لقيام الدولة بدورها فى حماية الضعفاء بوجه عام ، ولقد قدر سبنسر بأن وظيفة الليبرالية فى الماضي كانت أن تضع حداً لسلطان الملوك ، ولكن وظيفة الليبرالية الحقيقية فى المستقبل أن تضع حداً لسلطان المجالس النيابية ، واذا أخذنا بعين الاعتبار ما طرأ على كلمة الليبرالية من تغيير فى الولايات المتحدة الأمريكية فأننا نجد أن الفكرة نفسها وجدت تغيراً كاملاً بعد ذلك بمائه عام على

---

(1) جون كينيث جالبريت ، مرجع سبق ذكرة ص ١٣٧ ، ١٣٨

يد الأستاذ ميلتون فريد مان "[1]

ويلفت النظر قسوة هذا التبرير للنظام الكلاسيكي والذي مازال صداة يتردد في الخلفية حتى الآن ، ومن المثير للانتباه أن هذا الدفاع يبرر الآن لاحد أعتي المدراس المتطرفة فى الفكر

الأقتصادى ، وأن رؤيتنا لمثالب أفكار المحافظين الجدد والتي أدت لما وصلت إلية الأوضاع الاقتصادية فى العالم على أعتاب القرن الحادى والعشرين ترتكز على الجوانب الاجتماعية لعلم الاقتصاد والتي تم تجاهلها كثيراً فيما سبق .

كما كان هناك دفاع أخر عن التراث الكلاسيكي ولكن على الطرف النقيض فأنه يركز على القضاء على علم الاقتصاد بوصفه علماً اجتماعيا وجعله يركز فقط على الجوانب الرياضية والعلاقات الصماء ، وبذلك يتم تفريغه من أى مضامين اجتماعية ولقد تغلغلت تلك المدرسة بدرجة كبيرة ولها كثيراً من الأتباع حتى الآن ، أى أننا نستطيع أن نقول أن جذور الدفاع المرير وامتداداته الحديثة الأكثر تطرفاً منه كان لها رافدين رئيسين أحدهما كان يركز على علم الاجتماع من خلال الدارونيه الاجتماعية والآخر كان يركز على العلاقات الرياضية المجردة .

" أن ربط موضوعات الاقتصاد بالنموذج الكلاسيكي يمكن أن يوصف بأنه عبارة عن المهرب التقني من الواقع ، والافتراض المحوري في الاقتصاد الكلاسيكي وهو المنافسة الخالصة في السوق والتي تمتد من أسعار المنتجات حتى تسعير عوامل الإنتاج يتلاءم بصورة تدعوا إلى الإعجاب مع التعديلات الفنية أو الرياضية وهذا بدوره لا يجرى اختباره بتخيله للعالم الواقعي ، بل بمنطقة الداخلي وبالمقدرة النظرية والرياضية التي تخضع بالتحليل ، ولكن واقع الحياة الاقتصادية لا يتلاءم مع أشكال التكرار الرياضي .

وعلي الرغم من التطور الكبير الذي حدث في مجال التحليل الاقتصادي الكمي ودوره في تطوير علم الاقتصاد في القيام بالقياس والتنبؤ بمختلف الظواهر الاقتصادية الا أن طغيان التحليلات الاقتصادية المادية واستخدام المعادلات الصماء والأساليب الرياضية أدي الي أن تلك الأساليب أما ان تغفل السلوك الإنساني وما يؤثر عليه من عوامل متعددة ليس أقلها شأنا القيم والمعتقدات والدوافع وحتي لو لم تغفلة وحاولت أدماجه فى تلك النماذج فانها لا تستطيع التعامل مع المتغيرات المعبرة عن سلوكه بشكل كفء أن علم الإحصاء هو علم مبني علي دراسة الأخطاء والانحرافات في سلوك النماذج الإحصائية المختلفة عما هو مفترض أن يكون ، ويمثل ما يعرف بحد الخطأ أو التشويش جانبا أساسيا في دراسة علم الإحصاء والاقتصاد القياسي ، والخطأ هو جزء أساسي في تكوين الإنسان سواء كان بمفهومه الصريح الذي يشتمل علي السلوك الإنساني غير السوي الذي قد يصل إلي حد الانحراف ، أو الخطأ بمعناه الضمني والذي يشتمل في أحد أبعاده علي عدم القدرة علي التنبؤ بالسلوك الإنساني بدرجة مقبولة من الدقة .

ثالثاً : فصل الأخلاق عن المعاملات الاقتصادية

لقد تعرضت إرهاصات المفكرين الإغريق في فترة ما قبل الميلاد وقبل نشأة علم الاقتصاد

(1) المرجع السابق ١٣٩

لكثير من الجوانب الأخلاقية والتي كانت ترتبط بشكل رئيسي بالمعاملات النقدية " ولقد أشار أفلاطون إلى أن المشكل السياسي هو بالأساس مشكل أخلاقي وأن السياسة لايمكن أن تكون أخلاقية أن هي قامت على الكذب والخداع " (١)

ولقد ادرك ارسطو منذ أمد بعيد دور النقود فى احداث التبادل ولكن في سياق أخر وذلك حين قال " ان أسوأ شيء في كسب النقود وابغضه هو الربا لان النقود قصد بها ان تستعمل في التبادل لا ان تزداد عن طريق الفائدة "(٢) وتكمن في تلك التوجهات الأخلاقية المناهضة للربا البدايات الأولي لتاريخ الفكر في العصور القديمة والعصور الوسطي وقبل أن ينشأ الاقتصاد أصلا كعلم ، وبالتالي فانه لم يكن هناك ما يعرف بالاقتصاد المالي أو النقدي كما أنه لم تكن هناك حركة لرؤوس الاموال بالطبع ولقد أشار ارسطو إلى أن " بعض الناس يحولون كل سجيه أو فن إلى وسيلة للحصول علي النقود ولذلك يتصورون انه الغاية ومن أجل تحقيق الغاية يجب تسخير كل شيء "(٣)

ولقد أضاف جاليريث إلي هذه الفقرة المنقولة عن أرسطو " وأبلغ مثال حديث علي صدق أقوال أرسطو هو بلا ريب سمسار الصفقات المالية الشاب الذي يخضع كل جهد للعائد المالي ويقيس كل انجاز شخصى بنتيجة المالية وربما كانت كلمات أرسطو مازالت تقرأ فى وول استريت " وان ممارسات اساطين العولمة المالية من القيادات الشابة لصناديق التحوط والتى ساهمت فى احداث الازمة المالية الاخيرة هى جزء رئيسى من تلك الممارسات الضررة

أن أفكار أرسطو عن الاشكال المشروعة وغير المشروعة لكسب النقود ماتزال هامة حتى الان فالمجتمع يحتاج دائما الي تحديد ماهو المشروع وغير المشروع في المعاملات الاقتصادية وخاصة في المعاملات المالية فما بالنا بالمشتقات وتجارة الديون وغيرها من الاشكال التي كانت العوامل المباشرة والسريعة لاندلاع الأزمة العالمية الأخيرة .

وكان هناك دائما دفاعا عن توجه فصل الاقتصاد عن الجوانب الأخلاقية حيث " قال ناسو سنيور " في النصف الاول من القرن التاسع عشر

أن الملاحة هي شيء منفصل عن الفلك وأن رجال الفلك لايجب ان يتقدموا بنصائحهم بشأن السفن وكذلك بالنسبة لعلم الاقتصاد السياسي وذلك علي أساس أنه مادام الاقتصاد يدعي أن

علم فلا بد ان يبتعد عن مسائل العدل والظلم وما ينشأ عن النظام من مشقة أو ألم فواجب المشتغل بعلم الاقتصاد أن ينأى بنفسه بعيدا وان يختزل الامور الي معادلات رياضية كلما أمكن ولكن لا يجوز أن يصدر أحكاماً أخلاقية "(٤) وأن الأزمة الاقتصادية الأخيرة سوف ينتج عنها فى الجانب الفكري مراجعة دعوبة تربط بين علم الأقتصاد والاخلاق ،وذلك فى ظل ان البذور

---

(1) محمد المصباحي ، هل يمكن الكلام عن الحق في الكذب في المجال السياسي ، مجلة عالم الفكر ، المجلد ٣٩ ، العدد ١ ، يوليو ــ سبتمبر ٢٠٠٩ .

(2) جون كينيث جاليريث مرجع سبق ذكرة ص ٢٦

(3) المرجع السابق ص ٢٨ .

(4) جون كينيث جالبريث ، مرجع سبق ذكره ص ١٤٠

الكامنة التى أشعلت الأزمة وكانت مسببات مباشرة لها تتمثل في ممارسات المؤسسات النقدية في الدول الغربية التى لاتتفق مع الاخلاق من قريب أو بعيد سواء علي مستوي الاخلاق العامة. او اخلاق مهنة االمال نفسها ، ومما زاد من تفاقم ذلك أنه تم في ظل تراجع للدور الرقابي المالي المتعارف عليه مع تغول دور المديرين في ظل سياسات المحافظيين الجدد ، و فى ظل العبارات التى تم اطلاقها بدون اى سقف عن الحرية المذعومة ولقد كان علماء المدارس المستنيرة للفلسفة والاخلاق علي ادراك لهذه الحقيقة خاصة مدرسة اخلاق العناية حيث أشاروا إلي " أن نتائج توسيع الأسواق غالبا ما تكون مؤذية ، وأن أزدياد تسوق المجتمع يجلب الركود لمستوي المعيشة لاكثر الناس ويحدث زلزله في نسيج المجتمع لا يمكن اللأثرياء تجنبها ويكونوا هم الرابحين بتجنب أمراضه بواسطة دفع المال ولكن الركود في رواتب غير الرابحين ماليا هو شيء مؤذى وعلى المستوي العالمي فان التفاوت بين الرابحين والخاسرين يتعاظم بقدر أكبر "[1]

بل أن بعض علماء الفلسفة والاخلاق ربطوا الجوانب الاخلاقية بالازمات المالية نفسها حيث أشار توملنسون الي " الشعور بعدم الامان الذي يخالج من بتعرضون لاثار الازمات الدورية التي تتعرض لها اسواق الاوراق المالية أو العملات الدولية في الايام السوداء خاصة من حيث أثارها علي وظائفهم او علي أقساط الرهن العقاري .التي يدفعونها أو علي مدخراتهم

وسيكون أولئك أقل ثقة في قدرة حكوماتهم الوطنية في السيطرة علي الاحداث وسيتسع العالم الظاهري للفرد ، ويمثل هذا جانبا واحدا مما قد يكتنف اللاتوطين فالافق المتزايد للملاءمة في التجربة الروتينية لايقوم بازالة الوعي الثقافي العام فقط ولكن يغير بشكل حاسم ايضا عمليات تخطيط الحياة الفردية في اطار ذاتي ، وبطبيعة الحال فان مثل هذه المؤثرات لن تكون متساوية في اثارها فالحروب البعيدة قد لايكون لها التأثير المباشر نفسه علي التجربة الدنيوية مثل الازمات الأقتصادية "[2] ويلفت النظر فى هذا السياق الادراك

المبكر للباحث لدور اقساط الرهن العقارى فى احداث الازمات ولن نستطيع في هذا الاطار عرض ازدواجية بل وتعدد المعايير التي أوجدتها أفكار المحافظين الجدد سواء بين الدول الغربية المتقدمة ودول العالم الثالث أو بين عائد العمل وعائد راس المال او الأدارة وكذلك النفاق الاخلاقي وتجاهل المبادى لتحقيق المصالح الضيقة ، إن الأزمة المعولمة الجديدة تكتسب طابعها ليس من تناقضات في النظام الرأسمالي ذاته وإنما من تزايد النزعة الفردية المفرطة علي جميع المستوي الغربية المتقدمة ودول العالم الثالث أو بين عائد العمل وعائد رأس المال أو الادارة ، .ولقد أشار الرئيس فرانكلين روزفلت فى أوائل الثلاثيات الي" ان الاضطراب الاجتماعي والاحساس المتجذر بالظلم هى أخطار تهدد حياتنا الطبيعية وعلينا أن نخفض منها إلى أدنى حد مستخدمين أنجع مايسعنا من وسائل "[3].ولقد أشارت فرجينيا هييلد الي " أن النموذج الليبرالي يفترض عدم الاكتراث بخير

(1) فيرجينيا هيلد ،أخلاق العناية ، عالم المعرفة ، العدد ١٦١ ، اكتوبر ٢٠٠٨ ص ١٦١ .

(2) جون توملينسون ، العولمة والثقافة ، عالم المعرفة ، العدد ٣٥٤ ن اغسطس ٢٠٠٨ص ١١٣

(3) جون رالستون سول ، انهيار العولمة واعادة اختراع العالم ، الدار المصرية اللبنانية ،٢٠٠٩ص ١٨١ .

الاخرين وأنه نموذج يعزز فقط المصلحة الذاتية وعدم الأكتراث الأخلاقى عوضاً عن التوجة نحو الأهتمام بالآخرين ." [1]وأن التوجه الجديد الذي سيتم بعثه هو "الاخلاق قبل الاسواق وفوق الاسواق "[2] اذ من الواضح للعيان ان تلك القضية المتعلقة بأهمية الجوانب الاجتماعية في علم الاقتصاد بل والاكثر من ذلك اهمية الاعتبارات الاخلاقية قد برزت علي السطح في الاونة الاخيرة بعد الأزمة الاقتصادية العالمية من خلال مناقشة اداء أساطين العولمة المالية وكهنتها من كبار المصرفيين ومديرى صناديق الاستثمارات والتي تجاوزت كل الحدود حيث تمت مناقشة بعض تلك الممارسات في قمة السبعة الكبار والتي عقدت في سبتمبر الماضي.

رابعاً : تحيز أفكار المحافظين الجدد

إن التحيز كمفهوم إحصائى يتضمن زيادة درجة الخطأ فى التقدير ، وأننا نتفهم التحيز على أنه زيادة فى وزن العوامل الشخصية وتقليل من وزن العوامل الموضوعية ، وفى مجال العلوم الاجتماعية فـأن " جوهر مفهوم التحيز هو التمحور والتمركز حول الذات ، والأنغلاق فيها ورؤية الآخر من خلالها"[3] ومن اهم المصادر المحتملة لمختلف التحيزات والافكار المسبقة التى يحملها الباحث فى موضوعات العلوم الاجتماعية : المصلحة الخاصة للباحث فى اختيار موضوعات معينة للبحث او المصلحة التى قد تتفق مع نتيجة معينة للبحث أو التحيز نتيجة وقوع احداث معينة سياسية واجتماعية واقتصادية مهمة توجه الناس وتفكيرهم ومن ثم بحوثهم وكتاباتهم فى اتجاهات بعينها"[4] وإن التحيزات والأفكار المسبقة ظلت سمة ملازمة للفكر الغربي " إن ما نسميه بالرؤية الاقتصادية أو التحيز الأقتصادى لم يكن موجوداً دائما ولكنه منذ ظهر فى الفكر الأوربي ، والغربي عموماً فإنه لا يزال يتمتع بالقوة والنفوذ حتى الأن ، وفيما يتعلق بعلم الاقتصاد بالذات انقسم الكتاب فى تاريخ الفكر الإقتصادى الى قسمين متميزين من حيث موقفهم من إبراز هذه التحيزات ، فبعض مؤرخي علم الاقتصاد يفضلون رواية تطورهذا العلم كأنها قصة الانتقال من فكرة أو نظرية أقل دقه أو إتساقاً إلى فكرة أو نظرية أخرى .أكثر حظا من الدقة والأتساق ، ولكن هناك نوع آخر من مؤرخي علم الأقتصاد يعطى أهمية أكبر لاثر التحيزات والمعتقدات المسبقة واثر المناخ الأجتماعى والفكرى السائد فى اى عصر من العصور على النظريات الأقتصادية التى ظهرت فيه[5]وإذا كان " جوهر التحيز هو محاولة فرض الذات على الآخر ومن ثـم نفـي الآخـر واحلال الذات محله[6]" ، فإن أفكار المحافظين الجدد كانت من أكثر مدارس الفكر الأقتصادى تحيزا ، وذلك من خلال محورين : أولهما : يتعلق كما أوضحنا سابقاً بفصل علم الأقتصاد عن سياقه الاجتماعي

---

(1) فيرجينيا هيلد ،أخلاق العناية ، عالم المعرفة ، العدد ١٦١ ، اكتوبر ٢٠٠٨ ص١٢٢

(2) جودة عبد الخالق ،مداخله ، المؤتمر العلمي السنوي التاسع للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، دور القطاع المالي في التنمية العربية، فندق شبرد ،القاهرة نوفمبر ٢٠٠٨

(3) نصر محمد عارف ، التنمية من متطور ومستد ، (التميز ــ العولمة ــ مابعد البداية) مكتبة الاسرة ، سلسلة العلوم الاجتماعية ، الهيئة المصرية العامة ص ٣٧

(4) جلال أمين مرجع سبق ذكره ص٢٣ ص٢٥

(5) جلال أمين مرجع سبق ذكره ص ٣٥-٣٦

(6) نصر عارف مجع سبق ذكره ص ٥١

ثم بعد ذلك إعطاء وزن أكبر للمكونات النقدية والمالية فى العلم عن المكونات الأخرى المتعلقة بالتنمية ، وبالتوزيع ، حيث تم إعلاء الهدف الأقتصادى على بقية الأهداف وجعل تلك الأهـداف الاجتماعيـة – شديدة الأهمية – مجرد وسائل تحقق الهدف الأقتصادى ، ويؤدى ذلك إلى تراجع تحقيق الغاية المأمولـة لهم نفسها ألا وهى تلك الأهداف الاقتصادية نتيجة ان السياسات المطبقة فى إطار هـذا الفكـر تكـون نتيجتها حدوث أزمات اقتصادية طاحنة وذلك لفشل النظريات الاقتصادية فى محكات التطبيق العملـى ، أما المحور الثانى لتحيز أفكار المحافظين الجدد فيتمثل فى محاولة "تحويل خصوصية النسق الحضارى الأوربى إلى عالمية بعد إزالة الخصوصيات الأخرى من الوجود "(1) ولكن تكمن الإشكالية الأكبر فـى هذا المحور من تحيز أفكار المحافظين الجدد في أنه حتى ذلك النسق الحضارى للغربى فى تلك المرحلة من تطوره لم يصبح ملائماً للظروف الموضوعية السائدة ، ان أرض للواقع هى المجال العلمى والعملى لاختبار النظريات فى التطبيق .

الخلاصـــــة والمـــــآل

في أطار ما سبق عرضه يمكن لنا استخلاص بعض التوجهات التالية :-

أولا : أوضحت تداعيات الأزمة الأخيرة أن اطروحات المحافظين الجدد والتي أطلقتها دول الغرب والمسيطرون على المنظمات الاقتصادية الدولية والأبواق المرددة الافكارهم فـي الـدول النامية قد فشلت في التطبيق العملي فشلاً ذريعاً ، أن أفكار الليبراليين الجدد كانت تسـعى إلـى تطبيق وصفة واحدة على جميع الدول بغض النظر عن مستوى تطورها وظروفهـا الاجتماعيـة وخصوصيتها الثقافية ولقد أثبتت تجارب الدول الاشتراكية في الاتحاد السـوفيتي السـابق ودول أوربا الشرقية بالبرهان الواضح استحالة أتباع دول وشعوب العالم لنظام واحد بوصفه واحـدة ، إن الإستراتيجيات التي يكون على الدول النامية أن تتبعها في ظل تلك العولمة وبعد تلك الأزمـة الضارية يجب أن تنبع من واقعها وخصائصها المحلية والرجوع إلى الجذور مع انطلاق حركـة التنوير والتطوير ، ومن الأمور التي يجب إدراكها الآن جيداً في تلـك المرحلـة هـي شـروط الاندماج في الاقتصاد العالمي في الظروف الحالية ، ومع التسليم باستحالة الانعزال عن الاقتصاد العالمي ومتغيراته والانغلاق على الذات ، إلا أن الأمر يتطلب اندماجاً حذراً ومشروطاً في ذلـك الاقتصاد بحيث يتم أخذ الظروف المحلية للدولة وخصائصها في الاعتبار ، وإذا كانت العولمـة بكل تحدياتها قد ضيقت من الهامش المتاح للإرادات الوطنية لجميع الدول بدرجات متفاوتة إلا أنه يظل للدول هامشاً متاحاً للسيادة يضيق ويتسع ولكنه على اى حال يتيح لتلك الدول اتخاذ العديـد من الخيارات الوطنية لمصلحة شعوبها ويتوقف حجم ذلك الهامش على عوامل عديـدة سياسـية واقتصادية واجتماعية تصب جميعها فى محور قوة الدولة بمفهومها الشامل .

إن الأزمة كشفت – ضمن ما كشفت عنه – عن تخلى النظام الغربي عن ثقافة الجودة الـذي اتسم به خلال المراحل السابقة لتطوره وحل محلها ثقافة الفساد والإفساد المتغلغل، وأتضح ذلـك في مجالات الأوراق المالية ، والمشتقات المالية والتوريق والديون السامة ، لقـد واجهـوا مـا

(1) المرجع السابق ص ٢٣ .

اتهموا به دول جنوب شرق أسيا فى أزمة التسعينيات والدول النامية عموماً بفساد الإدارة المالية ، لقد انقلب السحر على الساحر أخيراً ، وفى ظل ظهور التدليس فى تلك المؤسسات وفى مؤسسات التقييم الائتماني الكبرى فان الاستعانة بتلك المؤسسات فى التطوير المصرفي لدينا بعد فشلها في دولها الأصلية هو أشبه ما يكون باستدعاء أطباء فاشلين لعلاج شخصاً صحيح البدن.

إن أحد أهم مؤشرات التنافسية التي كانت تطلقها المؤسسات الدولية في المجال السياسي هو مدى خضوع الدول لأصحاب المصالح وجماعات الضغط ، ولقد فشلت الدول الغربية المتقدمة طبقاً لهذا المؤشر تماماً من حيث خضوعها للطغمة المالية المسيطرة.

ثانيــاً :يلفت النظر أن ما كان بالأمس منطقة شبه محرمة للحوار أصبح الآن هو القضية موضوع النقاش الأكبر داخل الدول المتقدمة ألا وهى قضية الانضباط المالي ، بل أنها أصبحت تمثل المحور الرئيسي للموقف الأوربي والذي تقوده فرنسا والذي يدعو لضبط الصناديق المالية التي تعمل في المضاربات ، وضرورة فرض الشفافية فيما يتعلق بالحسابات المصرفية وضبط الملا ذات الضريبية ، كما أثيرت قضية الزيادات الضخمة وغير المبررة في مكافآت قيادات القطاعات المصرفية ومديري الصناديق المالية والتي أتخذ بشأنها قراراً في قمة الدول العشرين التي عقدت مؤخراً نهاية شهر سبتمبر الماضي، ولقد أكدت قمة بروكسيل الأوربية والتي انعقدت بغرض تحقيق تناسق في الموقف الأوربي ضرورة إعادة النظر في إدارة الأقتصادات الكبرى العالمية ووضع إطار محكم للأسواق العالمية حتى يتحقق الانضباط المنشود ، ومع التسليم بان اندماج مصر فى الاقتصاد العالمى لم يكن بالدرجة التى تؤدى الى تأثرها بشكل حاد بالازمة ، الا اننا نشير الى ان ما ساهم فى المواجهة الجيدة للقطاع المصرفى للازمة هو الضوابط المحكمة الموضوعة من خلال البنك المركزى ، ولم يكن اساس تلك المواجهة للازمة هى البنوك الاجنبية او فروعها التى تم افتتاحها ، ان ما ساعدنا هو القدر المقبول من التدخل الحكومى والرقابة المصرفى وليس تخفيف التدخل كما كانوا يروجون له .

ثالثاً: إن سيطرة النمو الزائف في القطاع النقدي، وفى المضاربات والميل لتحقيق الربح السريع بمعدلات تفوق كثيرا معدلات نمو الأنشطة الحقيقية للاقتصاد العيني تعتبر رافداً رئيسياً للازمة العالمية ،إن تعبير الاقتصاد العيني ليس بدعه أو أختراع ، أنه مصطلح رصين فى الأدبيات الاقتصادية ومن المهم التركيز عليه بشدة فى حالة الاقتصاديات النامية ويجب أن يكون هذا هو أهم الدروس التي نستخلصها ، خاصة وان الأزمة قد اندلعت اساساً فى دول ذات قاعدة صلبة من الاقتصاد العيني ولديها قطاعات خدمية متقدمة والبنود المكونة لميزانها التجاري متعددة ومتنوعة فى جانب الصادرات بدءاً من السلع الزراعية المدعومة إنتاجاً وتصديراً وانتهاء بالسلع عالية المكون التكنولوجي ، كما ان تلك الدول تحقق رفاهية اجتماعية لمواطنيها حتى المتعطلين عن العمل منهم ومع كل ذلك فان المفكرين المستنيرين لديهم مازالوا يركزون على أهمية الاقتصاد العيني ، فما بالنا بدولنا التي لم تشكل بعد تلك القاعدة القوية لمجالات الاقتصاد الحقيقي إلا ان الأجراء الذي اتخذته الحكومة لضخ الأموال فى مجال الإنفاق على البنية الأساسية هو اتجاه محمود ولكن قد يكون الاهم من ذلك هو الإنفاق الاستثماري الانتاجى فى قطاعات الصناعة والزراعة لضمان سلامه جريان الدورة الدموية فى شرايين واوردة الاقتصاد القومي ،

وان زيادة الاستثمار العام فى مجال الزراعة هو اتجاه مفيد جدا لان الاستثمار العام فى هذه الحالة يكون مكملا للاستثمار الخاص وليس منافساً له ، وذلك فى ظل اتسام الزراعة والصناعات المرتبطة بها بأنها قطاعات مكثفة لعنصر العمل ويمكن أن تساهم في حالة زيارة تلك الاستثمارات بشكل ملحوظ فى حل مشكلة البطالة التي تمثل المرتبة الأولى على الصعيد القومي، إن تنمية القطاع الزراعي لا يمكن أن تخضع لحسابات الجمع والطرح بمقارنة العوائد المتوقعة من الوحدة المستخدمة من القطاعات الأخرى سواء كانت صناعة أو سياحة أو غيرها ، وبذلك فان أول درس تخرج به من الأزمة هو أنه ويل للمستهلك والمستورد ، والويل كله لغير المنتج وغير المصدر وانه لم يعد من المقبول ان نظل مستوردين لمجموعة كبيرة من السلع الغذائية وكذلك السلع الصناعية حتى ذات المكون التكنولوجي المنخفض والتي نستوردها من دول شرق أسيا ، ويستلزم الأمر اتخاذ جميع السياسات والتدابير التي تشجيع في اتجاه الإحلال محل الواردات سواء فى الصناعة او الزراعة كلما أمكن ذلك .

ان مجالات الاقتصاد العينى فى الصناعة وفى الزراعة ، وفى الخدمات ذات القيمة المضافة للمجتمع والتى لها ممكنات تصديرية والتى يمكن ان تساهم فى علاج مشكلة البطالة هى ما يجب ان نعض علية بالنواجذ فى مصر فى المرحلة المقبل حتى لا نكون سوقا مفتوحة للسلع الغذائية المستوردة ، وبرمجيات الدول المتقدمة او التى تسير فى طريق التقدم مع تزايد النزعة الاستهلاكية للمحمول واستخدام الانترنت بدرجة اكبر كثيرا عن الانتاج المحلي في هذا المجال

رابعاً : أن الجوانب الاجتماعية لعلم الاقتصاد الذى هو علم أجتماعى بالأساس تبرز بشكل أكبر كلما أشتدت أزمات العولمة بعد أغفالها وتجاهلها لمدة طويلة ، وسوف يكون هناك تركيز أكبر في الأطر الفكرية على ما يعرف بنظرية التوزيع بعد ان أصبحت أطروحاتها فى ظل أفكار المحافظين الجدد ضاره حتى باعتبارات الكفاءة نفسها ، وذا امعنا للنظر فى الازمة لوجدنا انها نشأت كنتيجة للتركيز على الابعاد المالية لعلم الاقتصاد بحسابات الجمع والطرح الظاهرة بالعين المجردة ، ومن الواضح انه يستحيل على اى اصلاح الاقتصادى ايا كانت العباءة التى يرتديها ان يؤتى ثماره الا اذا تم في اطار يراعي الابعاد الاجتماعية للتنمية كجزء جوهرى فى سياق جميع مراحل الاقتصاد خطوة بخطوة ، وان الاشكالية الرئيسية فى قضية ارتباط العدالة بالتنمية فى حالة تطبيق وصفات الاصلاح الغربية التى تعتمد على افكار المحافظين الجدد هو ان الحكومة لو ارادت ان تعالج قضايا التفاوت الشديد فى الدخول والعمل على تحقيق العدالة الاجتماعية فانها لن تستطيع ان تفعل شيئا ذا بال لانها ستكون قد فقدت الاليات التى تمكنها من ذلك طوعا ، ان الجزء الخاص بسياسات اعادة التوزيع كان هو الجزء المسكوت عنه في افكار المحافظين الجدد ، وطلما وجدت البشرية كان هناك اغنياء و فقراء ، ولكن التاريخ الحديث لم يشهد مثل هذه الفجوة التى تفصل بين الاغنياء والفقراء ولا مثل هذه الاعداد من المستبعدين سواء فى العالم المتقدم او النامي ،ان افقار الفئات ذات الميل الحدى المرتفع للاستهلاك هو ايضا ضار سواء بالدول النامية او المتقدمة ، ويكون الضرر اكبر فى حالة الدول النامية ، فانه اذا كان للفقر سياسات تؤدى الى التخفيف من حدته بعد ان يتفاقم ، فانه توجد سياسات اخرى تعمل على انتاجه وتكريسه ، ان قضية التوازن بين الطبقات فى جميع المجتمعات الان ليست قضية تتعلق بالعدالة الاجتماعية فقط ، انها تعتبر شرطا ضروريا لتحقيق التنمية لانه ينتج عن التقليل من شانها على ارض الواقع خفضا للدافعية الايجابية لتحقيق

التنمية التى يستحيل أن تتحقق بدون مشاركة جميع أفراد المجتمع ، والتى تمثل لدينا مشكلة هامة تتضح ابعادها عند التطبيق فى نقص المشاركة المجتمعية على المستوى المحلى ، كما أنه يعمق الدافعية السلبية التى تتمثل فى ضعف الانتماء وتفاقم العنف والجريمة والإرهاب ، والأكثر من ذلك فان الأمر يستلزم تركيزاً اكبر على الجوانب الأخلاقية فى المعاملات الاقتصادية والمالية ، مما لا شك فيه ان القيم الروحية تمثل اساسا صلبا لدعم ذلك التوجه .

المراجع

١ـ امارنياسن ، التنمية حرية ، عالم المعرفة، العدد ٣٠٣ ، مايو ٢٠٠٤

٢ـ جلال أمين ،كشف الاقنعة عن نظريات التنمية الاقتصادية، كتاب الهلال ، دار الهلال ، فبراير ٢٠٠٢.

٣-جلال أمين ، فلسفة علم الاقتصاد "بحث في تحيزات الاقتصاديين وفي الاسس غير العلمية لعلم الاقتصاد ، دار الشروق ،٢٠٠٩ .

٤ـ جودة عبد الخالق ،مداخله ، المؤتمر العلمي السنوي التاسع للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، دور القطاع المالي في التنمية العربية، فندق شبرد ،القاهرة نوفمبر ٢٠٠٨ .

٥-جوزيف ستيجلتز، ضحايا العولمة ، مكتبة الاسرة، سلسلة الفكر، الهيئة المصرية العامة للكتاب ،٢٠٠٧ .

٦ـ جون رالستون سول ، انهيار العولمة واعادة اختراع العالم ، الدار المصرية اللبنانية ،٢٠٠٩ .

٧ـ جون كينيث جاليريث ، تاريخ الفكر الاقتصادي :الماضي صورة الحاضر ، عالم المعرفة ، العدد ٢٦١ ،سبتمبر ٢٠٠٠.

٨ـ جون توملينسون ، العولمة والثقافة ، عالم المعرفة ، العدد ٣٥٤ ن اغسطس ٢٠٠٨ .

٩ـ حازم الببلاوي جريدة الاهرام ،٢٤ مايو٢٠٠٩ ، ص ١٠

١٠ـ رمزي زكي ، الليبرالية المتوحشة (ملاحظات حول التوجهات الجديدة للراسمالية المعاصرة) ،مكتبة الاسرة سلسلة الفكر، الهيئة المصرية العامة للكتاب .

١١ـ فيرجينيا هيلد ، أخلاق العناية، عالم المعرفة ، العدد ٣٥٦ ، اكتوبر ٢٠٠٨

١٢ـ محمد المصباحي ، هل يمكن الكلام عن الحق في الكذب في المجال السياسي ، مجلة عالم الفكر ، المجلد ٣٩ ، العدد ١ ، يوليو ـ سبتمير ٢٠٠٩ .

١٣ـ محمد زكي جمعة ، الصادرات الزراعية المصرية في ظل سياسة التحرر الاقتصادي ، الجمعية المصرية للاقتصاد بين الزراعيين ، المؤتمر الخمس للاقتصاد بين الزراعيين، مارس ١٩٩٧ .

١٤ـ نصر محمد عارف ، التنمية من منظور متجدد ، (التحيز ـ العولمة ـ مابعد الحداثة) مكتبة الاسرة ، سلسلة العلوم الاجتماعية ، الهيئة المصرية العامة

١٥ ـ نورينا هيرتس ، السيطرة الصامتة ، عالم المعرفة، العدد ٣٣٦، فبراير ٢٠٠٧.

١٦ـ هانس بيتر مارتين ، هارالد شومان ، فخ العولمة ، عالم المعرفة ، العدد ٢٩٥ اغسطس ٢٠٠٣ .

١٧ـ هورست افهيلد ، اقتصاد يغدق فقرا ، عالم المعرفة ، العدد ٣٣٥ ، يناير ٢٠٠٧.

A proposed conceptual framework for understanding the evolution of government role in the liberal economy before and after the world financial crisis of 2007-2010

By

DR/ Ahmed Elsayed Eldeqen

Lecturer at public administration department, Faculty of Management Sciences and Vice manager of Center for Consultations and Research, Sadat Academy .

Abstract

The research paper aimed at attempting to determine the evolution phases of government role in the liberal economy,

to define the scientific dimensions of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy, to specify the environmental considerations of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy, and to determine the limit of the government role in every phase of the evolution phases of government role in the capitalist economy.

The paper sought to achieve these objectives, by collecting information from most recent references and using Deduction and Evolutionary Methods for analysis . The research paper concluded four results, the most important one was that The limit of government role evolved over centuries , as follows : it was minimum one in the first phase , it was small role in the second phase , it was a great one in the third phase , it was the maximum role in the fourth phase , it was a new shape of minimum role in the fifth phase, it was fluctuated between a new shape of small role and minimum role in the sixth phase, and it was moderate role in the seventh phase.

Introduction

After the world economic crisis triggered in 2007, important questions has brought forth over the causes, implications , effects, and impacts of this crisis on developed and developing countries. There was agreement on the terrible effects of this crisis , It has resulted in the collapse of large financial institutions, the bailout of banks by national governments and downturns in stock markets around the world. In many areas, the housing market has also suffered, resulting in numerous evictions, and foreclosures.

It is considered by many economists to be the worst financial crisis since the Great Depression of the 1930s. It contributed to the failure of key businesses, declines in consumer wealth estimated in the trillions of U.S. dollars, substantial financial commitments incurred by governments, and a significant decline in economic activity. Many causes have been proposed, with varying weight assigned by experts.(the world financial crisis of 2007-2010, http://en.wikipedia.org/ April 2010)

Although , there is an agreement of the experts on the bad need of great role by governments to go out of this crisis and to save the national

economies and the world economy from the entire collapse, there is disagreement on the best persistent role of government in the capitalist economy. This debate leads to think over the evolution of government role in the liberal economy.

Paper objectives :

-Attempting to determine the evolution phases of government role in the liberal economy,

- Trying to define the scientific dimensions of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy,

- Attempting to specify the environmental considerations of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy, and

- Trying to determine the limit of the government role in every phase of the evolution phases of government role in the capitalist economy.

Literature review

Although there are research papers concerning the role of government in the capitalist economy , there are rare research papers focusing on the evolution of government role in the liberal economy.

Methodology:-

Deduction Method: It is based on determining or deciding some thing from general principles.

Evolutionary Method: It aims at determining the origins of selected phenomenon and the phases of phenomenon evolution. It also take into account the environmental considerations affecting the phenomenon evolution.

Research Paper Questions

- What are the evolution phases of government role in the Capitalist economy?
- What are the scientific dimensions of every pahse of the evolution phases of government role in the liberal economy?
- What are the environmental considerations of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy?
- what is the limit of government role in every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy?

The first Phase of 1780s - 1870s

In this phase , the economic policy of developed and industrial countries was based on the classical liberalism.

Classical liberalism is a political ideology that developed in the 19th century in England, Western Europe, and the Americas. It is committed to the ideal of limited government and liberty of individuals including freedom of religion, speech, press, assembly, and free markets. Rationalist philosophers of the 17th Century, such as Thomas Hobbes and Baruch Spinoza developed further ideas that would become important to liberalism, such as the social contract. However, liberalism's classic formulation came in The Age of Enlightenment. John Locke's *Two Treatises of Government* argued that legitimate authority depended on the consent of the governed, while Adam Smith's *The Wealth of Nations* rejected mercantilism, which advocated state interventionism in the economy and protectionism, and developed modern free-market economics. These early liberals saw

mercantilism as enriching privileged elites at the expense of well being of the populace. Another early expression is the tradition of a Nordic school of liberalism set in motion by a Swedish parliamentarian Anders Chydenius. (Classical liberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010)

In this phase ,it is educed that the government role was the minimum one.

The Second Phase of 1870s - 1920s

In this phase, the economic role of government shefited from classical liberalism to social liberalism. Social liberalism is the belief that liberalism should include social justice. It differs from classical liberalism in asserting that a liberal state should provide jobs, health care, and education while simultaneously expanding civil rights. Under social liberalism, the good of the community is viewed as harmonious with the freedom of the individual. (Social liberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010)

In late nineteenth century Germany, left-liberals established trade unions in order to help workers improve working and economic conditions. Leading left-liberals, such as Lujo Brentano, established the Social Policy Association in 1873 to promote social reform. The main objectives of the left-liberals were free speech, freedom of assembly, free trade, representative government, equal and secret suffrage, and protection of private property, although they were strongly opposed to the welfare state, which they called State Socialism. Friedrich Naumann, who was an Association member, later established the National Social Union, which attempted to combine bourgeois nationalism with proletarian socialism. The new group advocated, among other things, increased social welfare legislation, the right to strike, and profit-sharing in industry. Although the party was unable to win any seats and soon dissolved, the theories it developed would remain influential in German liberalism. (Ibid)

In the 1870s and the 1880s, the American economists Richard Ely, John Bates Clark, and Henry Carter Adams—influenced both by socialism and the Evangelical Protestant movement—castigated the conditions caused by industrial factories and expressed sympathy towards labor unions. None, however, developed a systematic political philosophy, and they later abandoned their flirtations with socialist thinking. In 1883, Lester Frank Ward published the two volume Dynamic Sociology and formalized the basic tenets of social liberalism while at the same time attacking the laissez-faire policies advocated by Herbert Spencer and William Graham Sumner. The historian Henry Steele Commager ranked Ward alongside William James, John Dewey, and Oliver Wendell Holmes and called him the father of the modern welfare state.(Ibid)

In the second phase ,it is educed that the government role was shfited from minimum one to small role.

The third phase of 1930-1950

In this phase, the role of government in the liberal economy shefited from social liberalism to ordoliberalism.

Ordoliberalism is a school of liberalism that emphasises the need for the state to ensure that the free market produces results close to its theoretical potential (see allocative efficiency). The theory was developed by German economists and legal scholars such as Walter Eucken, Franz Böhm, Hans Grossmann-Doerth and

Leonhard Miksch from about 1930-1950. Alexander Rüstow and Wilhelm Röpke (who spent the Nazi period in exile in Turkey) and Friedrich von Hayek are associated with this theory. Ordoliberal ideals (with modifications) drove the creation of the post-World War II German social market economy and its attendant Wirtschaftswunder. The term was coined 1950 by Hero Moeller referring to the academic journal ORDO. The term is used by some in the German language as synonym for the term neoliberalism or as concretization to label the neoliberalism of the Freiburg School. However, ordoliberals promoted the concept of the social market economy, and this concept promotes a strong role for the state with respect to the market. (Ordoliberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010)

Ordoliberal theory holds that the state must create a proper legal environment for the economy and maintain a healthy level of competition through measures that adhere to market principles. The concern is that, if the state does not take active measures to foster competition, firms with monopoly (or oligopoly) power will emerge, which will not only subvert the advantages offered by the market economy, but also possibly undermine good government, since strong economic power can be transformed into political power. Quoting Stephen Padgett: "A central tenet of ordo-liberalism is a clearly defined division of labor in economic management, with specific responsibilities assigned to particular institutions. Monetary policy should be the responsibility of a central bank committed to monetary stability and low inflation, and insulated from political pressure by independent status. Fiscal policy—balancing tax revenue against government expenditure—is the domain of the government, whilst macro-economic policy is the preserve of employers and trade unions." The state should form an economical order instead of directing economical processes.(Ibid)

In the period following the global depression of the 1930s, the state played an increasingly prominent role in the capitalistic system throughout much of the world. Keynesian economics or Theory is a macroeconomic theory based on the ideas of 20th-century British economist John Maynard Keynes. Keynesian economics argues that private sector decisions sometimes lead to inefficient macroeconomic outcomes and therefore, advocates active policy responses by the public sector, including monetary policy actions by the central bank and fiscal policy actions by the government to stabilize output over the business cycle.[1] The theories forming the basis of Keynesian economics were first presented in The General Theory of Employment, Interest and Money, published in 1936; the interpretations of Keynes are contentious, and several schools of thought claim his legacy.(Keynesian economics, http://en.wikipedia.org/ April 2010)

In the third phase ,it is educed that the government role was shfited from the small role to the great one .

The Fourth phase of 1950-1970s

In this phase, the economic role of government shefited from ordoliberalism to embedded liberalism.

The term embedded liberalism refers to the economic system which dominated worldwide from the end of World War II to the 1970s. David Harvey argues that at the end of World War II, the primary objective was to develop an economic plan that would not lead to a repeat of the Great Depression during the

1930s. Harvey notes that under this new system free trade was regulated "under a system of fixed exchange rates anchored by the US dollar's convertibility into gold at a fixed price. Fixed exchange rates were incompatible with free flows of capital. Harvey argues that embedded liberalism led to the surge of economic prosperity which came to define the 1950s and 1960s . (embedded liberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010)

Across much of the world, the work of John Maynard Keynes, which sought to formulate the means by which governments could stabilize and fine-tune free markets, became a highly influential approach. Within the developing world, several developments – among them decolonization, a desire for national independence and the destruction of the pre-war global economy, and the view that countries could not effectively industrialize under free market systems– encouraged economic policies that were influenced by communist, socialist and import substitution precepts.(Ibid)

Keynesian economics advocates a mixed economy—predominantly private sector, but with a large role of government and public sector—and served as the economic model during the latter part of the Great Depression, World War II, and the post-war economic expansion (1945–1973), though it lost some influence following the stagflation of the 1970s. .(Keynesian economics,op.cit.)

The period of government interventionism in the 1950s and 1960s was characterized by exceptional economic prosperity, as economic growth was generally high, was contained, and economic distribution was comparatively equalized. This era is known as *les Trente Glorieuses* ("The Glorious Thirty [years]") or "Golden Age", a reference to many countries having experienced particularly high levels of prosperity between (roughly) World War II and 1973.(Ibid)

David Harvey notes that the system of embedded liberalism began to crack beginning towards the end of the 1960s. The 1970s were defined by an increased accumulation of capital, unemployment, inflation (or stagflation as it was dubbed), and a variety of fiscal crises. He notes that "the embedded liberalism that had delivered high rates of growth to at least the advanced capitalist countries after 1945 was clearly exhausted and no longer working. A number of theories concerning new systems began to develop, which led to extensive debate between those who advocated "social democracy and central planning on the one hand" and those "concerned with liberating corporate and business power and re-establishing market freedoms on the other. Harvey notes that by 1980, the latter group had emerged as the leader, advocating and creating a global economic system that would become known as neoliberalism(Ibid)

In the Fourth phase ,it is educed that the government role was shfited from the big one to the maxmum role .

The Fifth phase of 1980- late 1990s

In this phase, the economic role of government shefited from embedded liberalism to neoliberalism , where Chronic economic crisis throughout the 1980s, and the collapse of the Communist bloc at the end of the 1980s, helped foster political opposition to state interventionism, and in favor of free market reform policies.

Neoliberalism is an ideology based on economic liberalism. The ideology favours economic policies based on neoclassical theories of

economics that minimize the role of the state and maximize the private business sector. The term 'neoliberalism' has also come into wide use in cultural studies to describe social, cultural, and political practices and policies that use the language of markets, efficiency, consumer choice, transactional thinking and individual autonomy to shift risk from governments and corporations onto individuals and to extend this kind of market logic into the realm of social and affective relationships. (neoliberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010)

In the 1970s some Latin American economists began using "neoliberalismo" to designate their program of market-oriented reforms. By the 1990s, however, left-leaning opponents had turned the term "neoliberalism" into a pejorative that suggested a plot by the U.S. to globalize American capitalism. Conservative critics dismissed the term as a catchphrase invented by academic radicals to denigrate the ideas of Milton Friedman and Friedrich von Hayek. Libertarian Ronald Hamowy associates the term with nationalists and utopian socialists who oppose free markets.(Ibid)

As for U.S. , in the end of 1970s and the beganing of 1980s, there were efforts to dergulate certain industries. The Civil Aviation was disbanded ln 1984, and over the following decade significant ares of tansportation, telecommunications, and banking were deragulated. (Denhard, public administartion –An action orientation, 2009)

"Washington Consensus," a list of policy proposals that appeared to have gained consensus approval among the Washington-based international economic organizations (like the International Monetary Fund (IMF) and World Bank). Williamson's list included ten points: (neoliberalism , op.cit.)

- Fiscal policy Governments should not run large deficits that have to be paid back by future citizens, and such deficits can only have a short term effect on the level of employment in the economy.

- Redirection of public spending from subsidies ("especially indiscriminate subsidies and other wasteful spending toward broad-based provision of key pro-growth, pro-poor services like primary education, primary health care and infrastructure investment;

- Tax reform– broadening the tax base and adopting moderate marginal tax rates to encourage innovation and efficiency;

- Interest rates that are market determined and positive (but moderate) in real terms;

- Floating exchange rates;

-Trade liberalization – liberalization of imports, with particular emphasis on elimination of quantitative restrictions (licensing, etc.); any trade protection to be provided by law and relatively uniform tariffs; thus encouraging competition and long term growth ;

-Liberalization of the "capital account" of the balance of payments, that is, allowing people the opportunity to invest funds overseas and allowing foreign funds to be invested in the home country;

- Privatization of state enterprises; Promoting market provision of goods and services which the government can not provide as effectively or efficeintly, such as telecommunications, where having many service providers promotes choice and competition;

-Deregulation – abolition of regulations that impede market entry or restrict competition, except for those justified on safety, environmental and consumer protection grounds, and prudent oversight of financial institutions;

- Legal security for property rights; and,
- Financialization of capital.

In this phase , a new and very important concept also has emerged. It is "Good Governance".Understanding what good governance entails is essential if good aid projects on governance are to be chosen and designed. AusAID defines governance asthe manner in which power is exercised in the management of a country's social and economic resources for development .But this one sentence definition hides an important point – that governance is a dynamic process.(Judy Fenelon,2003)

In the Fifith phase ,it is educed that the government role was shfited from the maxmum role to new shape of minimum role.

The Sixth phase of late 1990s- 2007

In late 1990s, the world economy witnessed the Asian economic crisis and the Latin American economic crisis ; leading to a new shift to a new shape of social liberalism that is called "the third way" . This is a way between capitalism and socialism. But this phase period witnessed fluctuations between the new shape of social liberalism and the neoliberalism. It is thought that the neoliberalism was prevalent.

In the sixth phase ,it is educed that the government role fluctuated between a new shape of minimum role and a new shape of small role.

The Seventh phase (post world economic crisis 2007/2008)

The advent of the global financial crisis in 2007 has caused a resurgence in Keynesian thought. The British Prime Minister Gordon Brown and other global leaders have used the theory of Keynesian economics to justify intervening in the world economy (Keynesian economics,op.cit.)

New Keynesian economics is a school of contemporary macroeconomics that strives to provide microeconomic foundations for Keynesian economics. It developed partly as a response to criticisms of Keynesian macroeconomics by adherents of New Classical macroeconomics. Two main assumptions define the New Keynesian approach to macroeconomics. Like the New Classical approach, New Keynesian macroeconomic analysis usually assumes that households and firms have rational expectations. But the two schools differ in that New Keynesian analysis usually assumes a variety of market failures. In particular, New Keynesians assume prices and wages are "sticky", which means they do not adjust instantaneously to changes in economic conditions.Wage and price stickiness, and the other market failures present in New Keynesian models, imply that the economy may fail to attain full employment. Therefore, New Keynesians argue that macroeconomic stabilization by the government (using fiscal policy) or by the central bank (using monetary policy) can lead to a more efficient macroeconomic outcome than a laissez faire policy would. (New Keynesian economics , http://en.wikipedia.org/ April 2010)

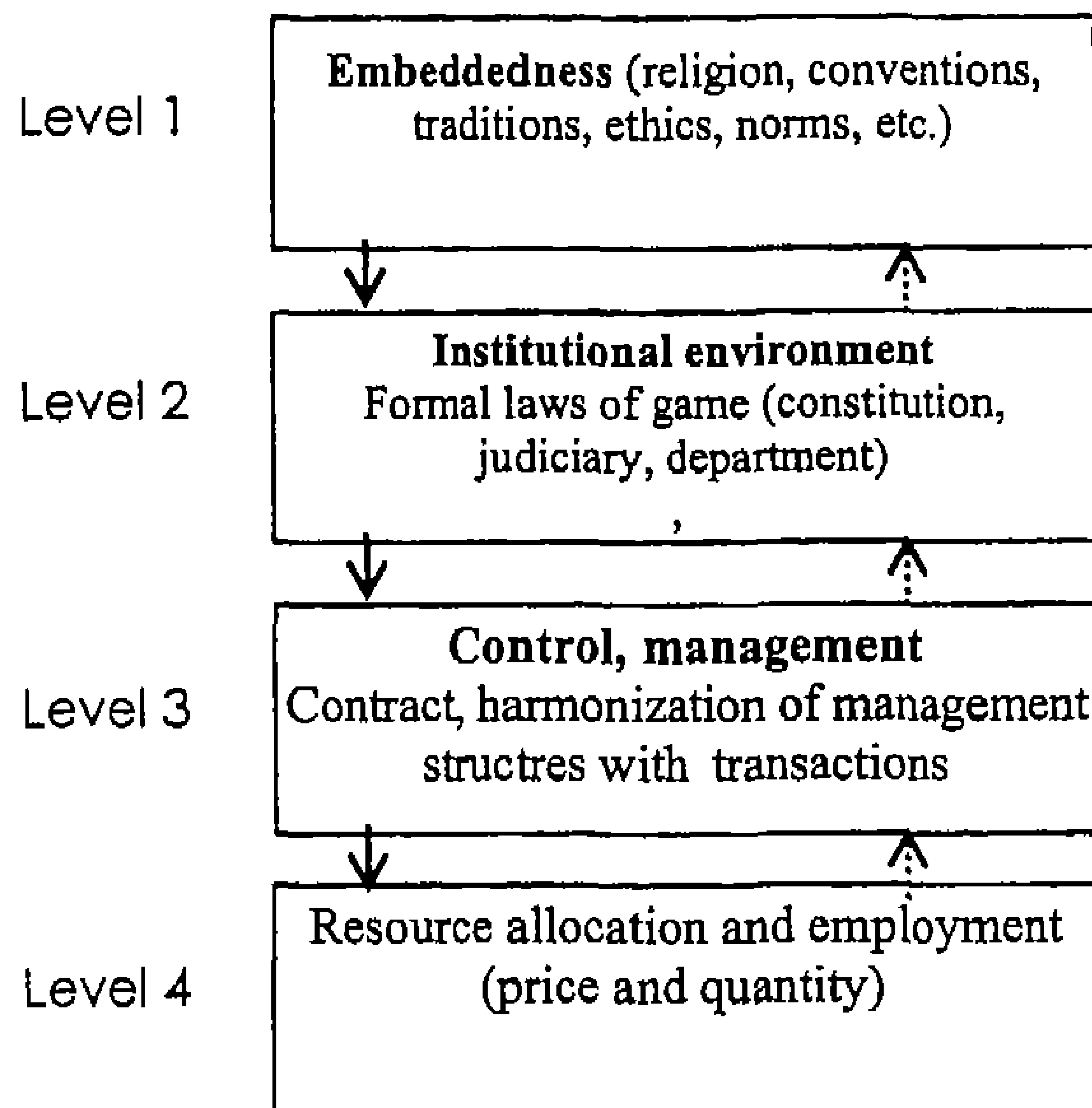
New Keynesian economists fully agree with New Classical economists that

in the long run, changes in the money supply are neutral. However, because prices are sticky in the New Keynesian model, an increase in the money supply (or equivalently, a decrease in the interest rate) does increase output and lower unemployment in the short run. Nonetheless, New Keynesian economists do not advocate using expansive monetary policy just for short run gains in output and employment, because doing so would raise inflationary expectations and thus store up problems for the future. Instead, they advocate using monetary policy for stabilization. That is, suddenly increasing the money supply just to produce a temporary economic boom is a bad idea (because eliminating the increased inflationary expectations will be impossible without producing a recession). But when the economy is hit by some unexpected external shock, it may be a good idea to offset the macroeconomic effects of the shock with monetary policy. This is especially true if the unexpected shock is one (like a fall in consumer confidence) which tends to lower both output and inflation; in that case, expanding the money supply (lowering interest rates) helps by increasing output while stabilizing inflation and inflationary expectations. (Ibid)

New institutional economics (NIE) is an economic perspective that attempts to extend economics by focusing on the social and legal norms and rules that underlie economic activity. NIE has its roots in Ronald Coase's fundamental insights in The Problem of Social Cost and The Nature of the Firm. The Coase Theorem established that without transaction costs alternative institutions can equivalently internalize conflicts and externalities. Therefore, comparative institutional analysis is required to make recommendations about efficient internalization of externalities and institutional design, including Law and Economics. At present NIE analyses are built on a more complex set of methodological principles and criteria. They work within a modified Neoclassical framework and depart from "old" or "critical" institutional economics, authors often care about both efficiency and distribution issues. The main distinction is that NIE works within a neoclassical framework, while critical institutional economics reject neoclassical economics. (New institutional economics , http://en.wikipedia.org/ April 2010)

Although no single, universally accepted set of definitions has been developed, most scholars doing research under the NIE methodological principles and criteria follow Douglass North's demarcation between institutions and organizations. Institutions are the "rules of the game", consisting of both the formal legal rules and the informal social norms that govern individual behavior and structure social interactions (institutional frameworks). Organizations, by contrast, are those groups of people and the governance arrangements they create to coordinate their team action against other teams performing also as organizations. Firms, Universities, clubs, medical associations, unions etc are some examples. (Ibid)

The new institutional economy – emphasizes s distinction between four levels of social analysis:(Rita Török , The Newinstitutional approach , 2005, p.p. 53-59)



Institutions play a central role in economic development and social outcomes through taking into acount these dimensions: Technology, Transaction costs , Culture , Formal rules, Behaviour of state agencies , Informal rules & norms , and Incentives. .(Judy Fenelon, op.cit.)

In the seventh phase ,it is educed that the government role shifted from fluctuaton between a new shape of minimum role and a new shape of small role to moderate role.

Conculsion

This research paper attempted to answer the aroused scientific questions through Deduction Method and evolutionary method . The paper concluded four man results, as follows:

1-The government role in the liberal economy has evolved over centuries through seven phases: the first Phase of 1780s - 1870s, the Second Phase of 1870s - 1920s, The third phase of 1930-1950, The Fourth phase of 1950-1970s , The Fifth phase of 1980- late 1990s, The Sixth phase of late 1990s- 2007 , the Seventh phase (post world economic crisis 2007/2008) .

2- Every phase of evolution phases was concerned with a scientific school of liberalism schools, where the first phase was related to Classical liberalism, the second phase was based on Social liberalism , the third phase was concerned with Ordoliberalism , the fourth phase was related to Embedded liberalism, the fifth phase was based on Neoliberalism , the sixth phase was fluctuated between new shape of Social liberalism and Neoliberalism, and the seventh phase was more related to New institutionalism .

3- Every phase of evolution phases was concerned with environmental considerations, where the first phase was related to the Age of Enlightenment and Prevalent freedom , the second phase was related to the establishment of worker unions and their demands to improve their

conditions, the third phase was related to the global depression of the 1930s, the fourth phase was related to the period of government interventionism in the 1950s and 1960s, the fifth phase was related to the fallback and collapse of the Communist bloc at the end of the 1980s, the sixth phase was related to the Asian and Latin American economic crisis in the of 1990s , and the seventh phase was more related to the world financial crisis of 2007.

4- The limit of government role evolved over centuries , as follows: it was minimum one in the first phase , it was small role in the second phase , it was big one in the third phase , it was maximum role in the fourth phase , it was a new shape of minimum role in the fifth phase, it was fluctuated between a new shape of small role and minimum role in the sixth phase, and it was moderate role in the seventh phase.

References

1- The world financial crisis of 2007-2010, http://en.wikipedia.org/ April 2010

2- Denhard Robert B. and Denhard Janet V. , public administartion –An action orientation (Belmont: Thomson Wadsworth, 2009)

3- Rita Török , The Newinstitutional approach, volme4 , number1(Miskoic:European Integration studies , 2005)

4- Judy Fenelon, Economic governance and the Asian crisis An evaluation of the Australian aid program's response Quality Assurance Series, No. 30 April 2003.

5- Classical liberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010

6- Social liberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010

7- Ordoliberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010

8- Keynesian economics, http://en.wikipedia.org/ April 2010

9- Embedded liberalism , http://en.wikipedia.org/ April 2010

10- New Keynesian economics , http://en.wikipedia.org/ April 2010

11- New institutional economics , http://en.wikipedia.org/ April 2010

الإطار الفكري للأزمات الاقتصادية:
الأزمة الاقتصادية الحالية أنموذجاً

د أنور محـــمود النقيب[1]

ملخص الدراسة

تقوم الدراسة الحالية بدراسة الأزمة الاقتصادية والمالية الحالية في الإطار الفكري والعملـــي للازمات لاقتصادية والمالية. وتهدف الدراسة إلي اختبار فرضية "أن الأزمة الراهنة ليست سوى حلقة ضمن حلقات الدورة الاقتصادية المستمرة والتي لن تتوقف أبداً". وقد توصلت الدراسة إلـــى أن الأوضاع الاقتصادية دائمة التغير، سواء كان هذا التغيير بصورة دورية أو غير دورية، حيث تكمن جذور الأزمات في طبيعة الأنظمة الاقتصادية وخاصة الرأســـمالية. والحركـــة المســـتمرة للظروف الاقتصادية تنعكس أيضا على الفكر الاقتصادي، الذي يسعى للتعامـــل مـــع الأوضـــاع الجديدة. المشكلة الاقتصادية الرئيسية ليست في وجود الأزمة نفسها، ولكن المشكلة هـــي عـــدم وجود سياسات للتعامل مع هذه الأزمة، وبالتالي، فإن الكفاءة في التعامل مع مثل هذه الأزمـــات تتركز في كيفية التنبؤ بها قبل وقوعها لتحييد آثارها إذا وقعت. والأزمة الحالية حلقة من الـــدورة الاقتصادية، وتقع في القطاع الحقيقي، ولن يتم حلها نهائياً من خلال التركيز على القطاع المـــالي فقط دون القطاع الحقيقي.

Summary

The study examined the current economic and financial crisis in the conceptual and practical framework of economic and financial crises. The study aims to test the hypothesis "that the current crisis is just one part of a series continuing the economic cycle, which will never stop. The study finds out that the economic situations are dynamic, That is, they change whether that change periodically or non-periodic, Where lies the root of the crises in the nature of economic systems and especially capitalism. The continuous movements of the economic conditions are reflected on the economic thought, which is trying to deal with new situations. The main economic problem is not in a crisis itself, but the problem is the lack of policies to deal with this crisis, Thus, the efficiency in dealing with such crises are concentrated in the ways of predicting them before they occur to neutralize their effects if they occur. The current crisis episode of the economic cycle, and it lies in the real sector, and will not be finally resolved by focusing on the financial sector just below the real sector.

مقدمة

تأتي الدراسة الحالية في سياق ردود الأفعال العلمية للأزمة الاقتصادية والمالية الحالية التـــي اندلعت في عام ٢٠٠٨، حيث أدت قوة تلك الأزمة إلـــي قيـــام العديـــد مـــن المحللـــين ســـواء

1 مدرس الاقتصاد، كلية العلوم الإدارية، أكـــاديمـــية الســـادات للعـــلوم الإدارية، مصر.
Email: anawr@cabinet.gov.eg

المتخصصين في علم الاقتصاد أو غير المتخصصين إلي التحليل والتقييم، وقد كانت معظم التحليلات والدراسات حول الأزمة انعكاساً للمنطلقات الفكرية والإيديولوجية لكتابها ومفكريها، حيث ساعدت الأزمة علي عودة النقاشات الإيديولوجية مثل الأزمة الهيكلية للنظام الرأسمالي، أو الأزمة الدورية للرأسمالية، أو سقوط النموذج الليبرالي وعودة التأميم والاشتراكية .....الخ. وقد انحصرت الآراء في الأزمة الحالية في المراوحة بين طرفي نقيض، حيث الطرف الأول المعادي للرأسمالية إلي الأزمة نبؤه صادقة إلي انهيار الرأسمالية في الواقع العملي، حيث أنها ضربة موجعة هددت معها بانهيار المفاهيم الاقتصادية الراسخة مثل الحرية الاقتصادية وفاعلية قوى السوق ومفهوم الدولة الحارسة .... التي قامت عليها دعائم إقتصاديات الدول الرأسمالية، كما أن ما حدث كان نتيجة لخلل هيكلي في بنية النظام الرأسمالي نتج عن الإفراط في تبني مفهوم الحرية الاقتصادية وفاعلية قوى السوق في توجيه الاقتصاد لما يحقق النمو والرفاهية. أما أنصار الرأسمالية فيرون أن الأزمة أن الأزمة الحالية ما هي إلا مكون طبيعي من مكونات الرأسمالية القادرة علي تجديد نفسها باستمرار، كما أنّ النموذج ذاته لا يزال يحظى بقدرة تدافعيّة داخليّة تجعله الأكثر كفاءةً على تصحيح مساره والصمود في وجه أزماته، وهو ما لم يتوافر لأي نموذج أيديولوجيّ من قبل، فضلاً عن أنّ منظومة القيم الليبرالية لا تزال الأكثرَ جذباً للكثيرين حول العالم. بالإضافة إلي أن النظام الرأسماليّ لا يزال يمتلك قدرةً فائقةً على تدبر أحواله وإدارة أزماته توفّرها له كميّاتٌ هائلةٌ من القاعدة المادية والمالية والتكنولوجية.

وفي خضم الزخم الفكري والعملي الحالي حول الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية، توجد **أهمية** لدراسة علمية **تهدف** إلي دراسة الأزمة الحالية في سياق التطور التاريخي للواقع الاقتصادي للبشرية، ووضعها في إطارها الفكري المناسب. حيث يري الباحث انه لن يستقيم فهم الأزمة الراهنة ما لم نضعها في السياق التاريخي الأوسع للأزمات في النظام الاقتصادي الدولي والعودة إلى التاريخ سواء من الناحية الفكرية أو من الناحية الواقعية. وتقوم الدراسة علي اختبار **فرضية** "أن الأزمة الراهنة ليست سوى حلقة ضمن سلسلة حلقات الدورة الاقتصادية المستمرة والتي لن تتوقف أبداً، حيث تكمن جذور الأزمات في طبيعة الأنظمة الاقتصادية وخاصة الرأسمالية". ولتحقيق هدف الدراسة تم تقسيمها إلي خمسة أقسام رئيسية بالإضافة إلي المقدمة والنهاية، ويتناول القسم الأول دراسة هل النشاط الاقتصادي استاتيكي أم ديناميكي، أما القسم الثاني فيركز علي نظريات الأزمات الاقتصادية، يليه القسم الثالث فيدرس الإطار الفكري للأزمات المالية، أما القسم الرابع فيقوم بتحليل دورية الفكر الاقتصادي كإنعكاس للواقع العملي، وفي النهاية يقوم القسم الخامس بتحليل ودارسة الأزمة الاقتصادية الحالية في سياق الأزمات الاقتصادية.

أولا: النشاط الاقتصادي بين الاستاتيكية والديناميكية

يركز هذا الجزء علي تحليل ودراسة الأوضاع الاقتصادية وما إذا كانت تلك الأوضاع استاتيكية (أي أنها ثابتة علي وضع معين ولا تتغير مع الزمن أو أنها ذات اتجاه تصاعدي/تنازلي دائم) أم أنها ديناميكية (أي تغير مع الزمن ما بين الصعود والهبوط). وتشير الأدبيات الاقتصادية

إلي أن الأوضاع الاقتصادية تخضع لقانون التطور الدوري، ويمكن تعريف الدورة الاقتصادية أنها تقلبات منتظمة بصورة دورية في مستوى النشاط الاقتصادي، أو بأنها تقلبات في النشاط الاقتصادي الكلى مثل مستويات الإنتاج والعمالة والأسعار. وتعد الدورة الاقتصادية السمة الملازمة لهذا الاقتصاد، فهو ينتقل من الانتعاش إلى الركود ثم يعود فينهض من ركوده وهكذا. والدورة في الاقتصاد الرأسمالي هي مرحلة من الزمن تبدأ مع بداية أزمة وتنتهي مع بداية أزمة أخرى، مروراً بأربع مراحل أساسية هي: أزمة (كساد[2]) فانتعاش ونهوض فركود[3] تعقبه أزمة أخرى، وهكذا تتوالى الحركة الدورية لترسم طريق التطور الرأسمالي. ويجب التنويه إلي انه علي الرغم من أننا نطلق علي التقلبات الاقتصادية لفظ "دورات" إلا أن النموذج الفعلي لها غير منتظم علي الإطلاق، بحيث لا تتشابه الدورات الاقتصادية وذلك من حيث المدة والآثار وكيفية التنبؤ ....[4]، كما انه لا يوجد اتفاق بين الكتاب علي تلك المراحل سواء من ناحية الأسماء أو الأسباب أو المظاهر أو الفترة التي تستغرقها[5].

وترتبط كل مرحلة من مراحل الدورة الاقتصادية ارتباطاً عضوياً بالمراحل الأخرى، ففي مرحلتي الأزمة والركود تنخفض أسعار السلع فيزداد الطلب عليها، وينخفض الإنتاج فيقل العرض ويتكيف مع حجم الطلب، وهكذا يتم امتصاص فائض السلع في السوق، ومن جهة ثانية، تنخفض أسعار عناصر رأس المال الأساسي وأجور العمل فيزداد الحافز عند الرأسماليين لزيادة الاستثمارات. فيتجه التطور نحو الأعلى، ويزداد الطلب على السلع وتميل الأسعار نحو الارتفاع، فيزداد المردود وتنخفض أسعار عوامل الإنتاج، مما يؤدي إلى انخفاض التكاليف، ويميل الرأسماليون إلى زيادة نشاطهم فيتبدل اتجاه الحركة الهابط نحو الصعود ويبدأ التحول من الأزمة والركود إلى الانتعاش والنهوض. أما الانتقال من الانتعاش والنهوض إلى الأزمة والركود فيتم باتجاه معاكس تماماً. ففي مرحلة النهوض الاقتصادي يزداد الإنتاج، ويفيض عن حاجة السوق فيصبح العرض أكبر من الطلب، وعندما يبلغ الفارق بينهما حداً معيناً تتجه الأسعار نحو الانخفاض، فيقل مردود المؤسسات، في حين يزداد الطلب على عوامل الإنتاج فترتفع أسعارها في السوق، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع التكاليف وتدني الطلب الفعال مما يقود إلى كساد السلع ويندفع أصحاب رأس المال إلى تقليص إنتاجهم من جديد فيدخل الاقتصاد الوطني في مرحلة جديدة من

---

2 يشير المكتب الوطني الأمريكي للبحوث الاقتصادية (NBER) إلي أن زيادة الركود الاقتصادي يمكن أن يؤدي إلى كساد والذي نتائجه قوى وأخطر من الركود الاقتصادي. أكبر ركود اقتصادي شهده التاريخ هو الركود الاقتصادي عام ١٩٢٩ والمعروف ب الكساد الكبير، وتتسم تلك المرحلة بانخفاض الأسعار، وانتشار البطالة، وكساد التجارة والنشاط الاقتصادي في عمومه

3 يُعرف الركود طبقا لتعريف المكتب الوطني الأمريكي للبحوث الاقتصاديةNBER) بأنة تحقيق معدلات نمو سلبية لفترتين متتاليتين أو أكثر (الفترة تقدر بربع سنة مالية). أي أن الركود بمعناه الواسع هو انخفاض كبير في النشاط الاقتصادي يستمر لأكثر من بضعة أشهر ويشمل انخفاض الناتج القومي الحقيقي والعمالة والإنتاج الصناعي والمبيعات.

4 ساموبلسن و نورد هاوس (٢٠٠٦) علم الاقتصاد، مكتبة لبنان ناشرون، لبنان، ص ٤٩٥-٥٠١

5 حازم الببلاوي، دليل الرجل العادي الي التعبير الاقتصادي، دار الشروق، ١٩٩٣، ص ٤٩

الركود والأزمة. تتناوب مراحل الدورات الاقتصادية. وتختلف مدة كل مرحلة من المراحل تبعاً لاختلاف شروطها بين بلد وآخر أو من وقت إلى آخر.

والأزمة احد العناصر الحاكمة للدورة الاقتصادية، حيث تتحدد هذه الدورة أساساً بالأزمة، فكل أزمة تنفجر هي نقطة النهاية لدورة مضت ونقطة البداية لدورة مقبلة، وتصبح الأزمة أداة تصحيح تلقائية لمسار الدورة – فعندما يكون الاقتصاد في وضع القمة توجد هناك عوامل ومتغيرات تدفع إلى وضع الانكماش والركود ثم الكساد، وكذلك عندما يكون الاقتصاد في وضع الكساد توجد عوامل ومتغيرات تدفع للتحول إلى وضع التوسع والانتعاش، ولأن التصحيح لا يحدث في البداية وإنما يحدث في النهاية فانه يبدو مفاجئاً ويحدث هزه عنيفة في الاقتصاد كله[6].

وتعرف الأزمات الاقتصادية بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان. وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك. وتعُد الأزمات الاقتصادية اخطر مراحل الدورات الاقتصادية التي تحدث في الاقتصادات الرأسمالية وتنتقل تأثيراتها إلى الاقتصادات الأخرى وحسب درجة الارتباط، ومنشأ كل الأزمات الاقتصادية هو التقلبات الشديدة في بعض أو كل متغيرات طرفي الاقتصاد، الجانب الحقيقي (السلعي) والجانب المالي (النقدي)، وسرعان ما تتفاعل التغيرات في المتغيرات الحقيقية والمالية لتشكل خليطاً من التأثيرات المتبادلة بين جانبي العرض الكلي والطلب الكلي، على اعتبار أن النقود هي حق على الاقتصاد السلعي يتيح لها إشباع الحاجات الأساسية، وبالتالي فالنقود هي أصل مالي ممثل عن الاقتصاد السلعي فالدورة الاقتصادية وتسمى أيضا بدورة الأعمال تتمثل في التقلبات في اتجاه المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج الكلي والتشغيل والتضخم والبطالة.

وعلي المستوي النظري والعملي يمكن تمييز ثلاثة أنواع من الأزمات الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد الرأسمالي وهي: الأزمة الدورية، والأزمة الوسيطة، والأزمة الهيكلية.

- أما الأزمة الدورية (أزمة فيض الإنتاج) التي تدعى أحياناً «الأزمة العامة» فتصيب تكرار الإنتاج، وتشمل كل عملية تكرار للإنتاج، أو الجوانب الرئيسة فيها: الإنتاج والتداول، الاستهلاك والتراكم. وهذا يعني أن الهزات التي تتولد عن الأزمة الدورية تكون أكثر عمقاً إذا ما وزنت بغيرها من الأزمات.
- أما الأزمة الوسيطة، فأقل اتساعاً وشمولاً، ولكنها مع ذلك تمس جوانب ومجالات كثيرة في الاقتصاد الوطني. وتحدث هذه الأزمات نتيجة لاختلالات وتناقضات جزئية في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي: فالأزمات الوسيطة لا يمكن أن تحمل طابعاً عالمياً على النحو الذي يميز الأزمات الدورية العالمية لفيض الإنتاج.
- أما الأزمة الهيكلية، فتشمل في العادة مجالات معينة أو قطاعات كبيرة من الاقتصاد العالمي، منها، على سبيل المثال، أزمة الطاقة، وأزمة المواد الخام، وأزمة الغذاء، وغيرها. وإذا كانت الأزمة الهيكلية تقتصر على قطاع واحد من قطاعات الاقتصاد فإنه لابد أن يكون قطاعاً

---

6 فؤاد مرسي (١٩٩٠) ، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة، رقم ١٤٧ ، ص ٤١٤

مهماً، وأساسياً، كمصادر الطاقة، أو صناعة الحديد والصلب، أو أزمة الغذاء وما إلى ذلك. وتنعكس الأزمات الهيكلية بصفة خاصة في صورة بطالة هيكلية وعجز هيكلي في الموازنة العاملة وميل للتضخم مع الركود[7].

ويعتقد أغلب الاقتصاديين بضرورة التفريق بين الأزمات الدورية والوسيطة والهيكلية، مستندين في ذلك إلى عدد من المعايير، أهمها حتمية ظهورها في سياق الدورة الاقتصادية أو عدم حتمية ذلك، وكذلك عمق الأزمة وأثرها في الأطر الوطنية، ثم شمولها أو عدم شمولها كل قطاعات الاقتصاد الوطني. إن كل أنواع الأزمات تعكس تناقضات واختلال توازن في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي، ولكن بأشكال مختلفة، ولها آثارها المختلفة في الاقتصاد العالمي. ففي الأزمات العامة الشاملة للسوق العالمية تبرز كل تناقضات الدولة والاقتصاد الرأسمالي وتفعل فعل العاصفة داخل الدولة وخارجها، أما الأزمات الجزئية (الوسيطة) فتنتقل إلى خارج الدولة مشتتةً، منعزلةً، وحيدة الجانب.

<u>ثانياً نظريات الأزمات الاقتصادية</u>

توجد العديد من النظريات المفسرة للازمات الاقتصادية، أهمها ما يلي:

١- **نظرية اختلال الاستهلاك عن الإنتاج:** وترجع تلك النظرية إلي سيسموندي (المدرسة الكلاسيكية) حيث تُرجع تلك النظرية الأزمة إلى الاستهلاك الضعيف، أو إلى عدم إشباعه. وقد استند سيسموندي إلى بعض أفكار آدم سميث الأساسية، واستنتج، أن على الإنتاج أن يتوافق مع الاستهلاك، وأن الإنتاج يتحدد بالدخل. ورأى أن الأزمة نتيجة لاختلال هذا التناسب، أي نتيجة للإفراط في الإنتاج الذي يسبق الاستهلاك. وأن أساس الأزمة يكمن خارج الإنتاج، وخاصة عندما تتضح في التناقض بين الإنتاج والاستهلاك. وأوضح سيسموندي أن الإنتاج يتحدد بالدخل، وأنه هو الهدف الوحيد لتراكم الإنتاج، لذلك يجب على الإنتاج أن يلاءم الاستهلاك.

٢- **-النظرية الماركسية:** وتفسر تلك النظرية أن التناقضات الموجودة في النظام الاقتصادي الرأسمالي هي الأساس في حدوث الأزمات الاقتصادية، مع أن الماركسيون لا يعدّون الأزمات بمثابة حدث طارئ أو مفاجئ في الرأسمالية، وإنما يعتبرونها العنصر الأساس لتنظيمها وضبط آلياتها وعن طريقها تحلّ الرأسمالية وبشكل مؤقت وعابر تناقضاتها، إلا أنها عاجلا أم آجلا، ومن خلال أزمة ما وتحت ضغط الطبقة العاملة وما أن يبدأ الركود الاقتصادي ستشهد الرأسمالية انهيارها. وفي الاشتراكية، يظهر الانكماش نتيجة تحديد أهداف للخطط الاقتصادية قاصرة عن استخدام جميع الموارد المتاحة أو لأن الإنفاق الإجمالي أقل من قيمة الناتج الإجمالي. أما في البلدان النامية، فيمكن أن يظهر الانكماش كرد فعل للسياسة الهادفة إلى رفع معدلات التنمية بأساليب تضخمية، مما لا تستجيب له البنية الاقتصادية الاجتماعية، فيقع الانكماش.

٣- **نظرية التجديد والابتكار:** وتري تلك النظرية أن أسباب الأزمات تعود إلى ديناميكية النظام الاقتصادي في تطور الفنون الإنتاجية المستخدمة، و تفسر الأزمة انطلاقًا من عواملها

---

7 فؤاد مرسي (١٩٨٠)، مشكلات الاقتصاد الدولي المعاصر، الإسكندرية ص ٦٦.

المسببة المتمثلة في ظهور الاختراعات والابتكارات الجديدة أو الإبداع في المجالات المختلفة. فعندما يكون النظام الاقتصادي في حالة من التوازن الثابت وهو الوضع الذي ينعدم فيه أي نمو (تغير) للنظام الاقتصادي وهي حالة السكون، ولكن فجأة يظهر ما يعرف بالتدمير الخلاق أي يتم التخلص من الطرق القديمة في فعل الأشياء حسب تعبير شومبيتر. والابتكار الذي يمثل الحافز على الحركة والنمو، هو الذي سيكون مسؤلا عن نمو النظام وحركته تطوره، وهو المسئول أيضا عن انهياره وتدميره من خلال (الانزلاق) إلى مرحلة اكبر من الحركة والنمو، عندما تعجز الآليات القائمة عن استيعاب كل الابتكارات والاختراعات.

٤- **نظرية التغيرات الهيكلية:** وترى نظرية التغيرات الهيكلية أن التغيرات في البنى والهياكل هي التي تقف وراء التغيرات والتحولات الاقتصادية، وان هذه التغيرات الهيكلية هي نتيجة تفاعل ثمانية أنواع من القوى، أربعة منها أساسية أو أولية، وهي التقدم التقني، والنمو السكاني، والتغيرات السياسية والإضرابات، والتأهيل. وأربع قوى ثانوية هي، تطور نظام التسليف وتطور التجمعات، وتوسع الصناعة على حساب الزراعة، والتحولات في توزيع الدخول.

٥- **نظرية المغالاة أو الإفراط في الاستثمار:** والتي تؤكد أن نهاية مرحلة وبداية مرحلة الانهيار تعودان إلى المغالاة في الاستثمار إلى درجة تزيد عن عرض رأس المال، وأن قوى التطور الاقتصادي طالما أنها لا يمكن أن تأتي منتظمة فإن عدم انتظامها سيؤدى إلى توسع كبير في المعدلات المعتادة للنشاط الاقتصادي، وتتمثل حالات التوسع الكبيرة في فترات من الرواج والانتعاش تنتهي دائما إلى حالة الكساد والانهيار. وأن استمرار التوسع الاقتصادي وثباته في مرحلة الانتعاش سيؤديان إلى اتجاه منحنى النشاط الاقتصادي نحو الارتداد إلى مرحلة خطيرة هي الأزمة التي تحدث مصحوبة بخسائر جسيمة وفقدان الثقة وإفلاس الكثير من المؤسسات المالية، والسبب في ذلك هو التقديرات الخاطئة للمنظمين.

٦- **النظرية النقدية** وهي من بين أهم النظريات التي فسرت الأزمات الاقتصادية بإرجاعها إلى التوسع والانكماش في النقود والائتمان، وتري أن الجانب النقدي هو المسبب الأساسي لكل الأزمات الاقتصادية، مع الإقرار بأن سلوك التغيرات في كمية النقود يتأثر هو الآخر بتحركات المتغيرات غير النقدية كالإنتاج والدخل ومستوى الأسعار والفائدة وتوزيع الدخل والثروة.

٧- **نظرية نقص الطلب الفعال (كينز)** : يفسر كينز الأزمات الاقتصادية بعدم كفاية الطلب، ويؤكد أن سبب الأزمة يكمن في القوانين النفسية التي لا تتبدل ومنها «قانون ميل الناس إلى التوفير». وهكذا يربط كينز السبب الرئيس للأزمة بخصائص طبيعة الإنسان التي لا تتبدل، وفوضى الروح الإنسانية، بدلاً من ربطها بخصائص الاقتصاد الرأسمالي النوعية. ويوضح كينز أن مجموع استهلاك المجتمع يتأخر دائماً عن نمو مجموع الدخل الحقيقي، نتيجة خصائص الأفراد النفسية، ويطالب الدولة بالتدخل لحل قضية استخدام أكبر عدد ممكن من اليد العاملة (نظرية الاستخدام الكامل)[٨].

---

8 ــ جون مايتر كينز، النظرية العامة للتشغيل وأسعار الفائدة والنقود، باريس، ١٩٧٥، ص ٣٦٦.

ثالثاً: الإطار الفكري للأزمات المالية

أ-تعريف الأزمة المالية

تعرف الأزمة المالية بأنها الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول. والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي، مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للنفط أو للعملات الأجنبية مثلاً) فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد قد يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار"فقاعة سعريه" مثلاً. والفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً، هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية، الأسهم أو المنازل مثلاً، بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.

ب- ارتباط الأزمة المالية بالأزمة الاقتصادية

ترتبط الأزمة المالية ارتباطاً وثيقاً بالأزمة الاقتصادية، حيث يشير البعض إلى أن الاضطراب الحاد والمفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى. فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط". وفي إبان مرحلة النمو، تبدأ التوقعات المتفائلة في الطفو على السطح وتتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلات تُذكر. وتنتقل "عدوى" التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً، ولكن بناءً على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحهم المتوقعة. وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرةً بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن من ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً. وتشير بعض الدراسات إلي انه ينبغي علينا تبني فرضية عدم استقرار الأسواق المالية كفرضية أساسية لكيفية عمل نظامنا المالي الحالي في الواقع وذلك حتى ظهور أفكار أفضل، ثم ينبغي علينا أن نستخدم ذلك كنقطة بداية نفكر من خلالها في أفضل طريقة لإصلاح سياستنا الاقتصادية الكلية[9].

---

9 جورج كوبر (٢٠٠٩)، الازمة المالية العالمية وخرافة السوق الكفء، نهضة مصر للطباعة والنشر والتوزيع، ص ١٥٨.

ج- أنواع الأزمات المالية

١- **الأزمات المصرفية:** تعرف أزمات البنوك أو الأزمات المصرفية بأنها الحالة التي تصبح فيها البنوك في حالة إعسار مالي بحيث يتطلب الأمر تدخلا من البنك المركزي لضخ أموال لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي، ويعرف البعض الآخر الأزمة المصرفية[10] بأن الدولة تكون فيها أزمة مصرفية حينما تكون الالتزامات الموجودة في المؤسسات المالية والتي تكون الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها لدرجة أن يكون دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية نفقاته، وتنقسم الأزمة المصرفية إلى إعسار وأزمة سيولة، وهناك من ينظر الي الأزمة المالية المصرفية بأنها فترة تكون فيها معظم البنوك في حالة عدم سيولة أو إعسار[11]. ومن التعريفات السابقة يتضح لنا أن مشاكل السيولة والإعسار تعتبر من الملامح أو المظاهر العامة للأزمات المالية، ويتم التفرقة بين أزمة السيولة والإعسار باعتبار أنه في الحالة الأولى (أزمة السيولة) يكون البنك غير قادر على الوفاء بالتزاماته العاجلة تجاه دائنيه حتى لو كانت القيمة الحالية لأصوله موجبة بمعنى أنه لا يملك الأموال الكافية لمواجهة طلبات سحب المودعين في لحظة ما، على الرغم من أنه يمكنه القيام بذلك في أوقات أخرى ، أما الإعسار فهو اشد خطورة فالتزامات البنك تفوق القيمة الحالية للأصول ويكاد يكون البنك في حالة إفلاس فعلى[12]، ولا يقتصر الأمر على هاتين الظاهرتين المصاحبتين للأزمات المالية بل هناك مظاهر أو أعراض أخرى بعضها يرجع لعوامل خارجية والبعض الآخر لعوامل داخلية ، وتشير معظم الدراسات إلى وجود مزيج من هذه العوامل مثل تدهور معدلات التبادل الدولي، الارتفاع الحاد في أسعار فائدة الدولار الأمريكي ، تباطؤ أداء الاقتصاد العالمي، تزايد العجز المالي الداخلي، انخفاض قيمة العملة ، وقد وضعت أزمة شرق آسيا في ٩٧ -١٩٩٩ أسواق المال في بؤرة الاهتمام[13].

٢- **أزمات العملة وأسعار الصرف:** تحدث أزمات العملة وأسعار الصرف عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر علي قدرة العملة على آداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات. وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالى تحدث أزمة قد تؤدى لانهيار سعر تلك العملة. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالى، أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً فى تباطؤ النمو الاقتصادى وحدوث الانكماش بل قد تصل الى درجة الكساد. ويري البعض أن انخفاض العملة بنسبة تزيد عن ٢٥% علي مدار سنة كاملة كي يمكن القول أن هناك أزمة عملة، وان يكون قد مضي ثلاث سنوات علي أخر أزمة عملة، وهناك من يري أن التدهور في قيمة العملة الذي يعد كأزمة بحوالي ١٠% فقط[14]. وبالنسبة إلي أسباب

10 Patric T . Downes, David Martson and Inci Otker ," Mapping Financial Sector Vulnerability in non-Crisis Country" IMF Discussion Paper 1999

11 Demerguc Kunt et als.," Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress" IMF Working paper wp/00/56 oct. 2000

12 Manmohan S Kumar et als., "Global Financial Crisis: Institutions Vulnerability "MF Working Paper wp/oo /105

13 Barry Jhonston,Jingqing Chai and Liliana Scumacher, "Assessing Financial System Vulnerability" IMF Working Paper wp/00/76 April 2000

14 Frankel, J., (2005), "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, Vol.52, Iss. 2; Washington, pp. 149- 184.

أزمات سعر الصرف، فيمكن التفرقة بين ثلاث نظريات، وذلك كما يلي[١٥]:

▪ **نظريات الجيل الأول:** قدمت نظريات الجيل الأول تفسير اضطرابات أسواق العملات بدول أمريكا اللاتينية في السبعينات والثمانينات، والتي تتلخص في عدم توافق التوسع النقدي مع نظام أسعار الصرف الثابتة[١٦]. بل إن من الدراسات الحديثة ما أصلت لأثر التوسع المالي (عجز الموازنة) علي أزمات الصرف، فإذا ما تواكب هذا العجز مع تدهور في الاحتياطيات الخارجية فان المضاربات كفيلة بتدهور قيمة العملة الخارجية بشكل كبير. أن عدم التوافق بين سياسات التوسع المالي والنقدي تؤديان إلي زيادة العجز الخارجي، ومع تطبيق نظام سعر الصرف الثابت فإن تدهور الاحتياطيات الخارجية وحده كفيل بالتنبيه لقرب الأزمة، وهو ما يدفع إلي إشعال المضاربات علي قيمة العملة فتحدث الأزمة[١٧].

▪ **نظريات الجيل الثاني:** قدمت نظريات الجيل الثاني لشرح الأزمات المالية أوائل التسعينات حيث لعب المضاربين الدور الأهم في أزمات الصرف تلك، فقد لجأت دول عديدة إلي زيادة المعروض النقدي بهدف تحقيق النمو الاقتصادي، فإذا تواكب هذا التوسع مع نظام ربط العملات فان الانهيار حتمي بمجرد فقدان الثقة في الاقتصاد حيث تنشط المضاربات علي أسعار العملات لتؤدي إلي أزمة العملة، كما أن عدوي الأزمات تعلب دورها في هذا الصدد[18]. وقد توصلت دراسات عدة إلي أن المشكلة في أزمات العملة والأزمات المالية تكمن في طبيعة النظام المالي أكثر من مشكلة نظام ربط العملات[19] .

▪ **نظريات الجيل الثالث:** يعتمد الجيل الثالث لنظرية أزمات العملة علي عدم التوازن بين عدد من المتغيرات الاقتصادية (مثل الديون قصيرة الأجل والاحتياطيات من العملات الأجنبية) كأساس لتفسير المضاربة علي أسعار العملات التي غالبا ما تنتهي بأزمات العملة[٢٠]. ويري آخرون ان هناك سببين رئيسيين للازمات المالية في أواخر التسعينات، الأول: التشوهات الناتجة عن التوسع الكبير، فالزيادة الكبيرة في تدفقات الحافظة - الناتجة عن الفروق الكبيرة في معدلات الفائدة ونظام ربط العملات- قد حسنت من التوقعات التفاؤلية، ووفرت عائد كبير للاستثمار المالي. الثاني: ان التدفقات الكبيرة قد أدت إلي تراخي في قواعد الحيطة والحذر للاستثمار المالي، وتدهور في محافظ القروض بالمؤسسات المالية، فزادت القروض التي أدت لأزمات البنوك وأخيرا انتهت بانهيار أسعار العملات، وهذا الأخير في ظل مديونيات بالعملات الأجنبية قد ضاعف من قيمة هذه الديون بالعملات المحلية المنهارة.

---

16 Krugman, P., (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal* of Money, Credit and Banking, pp. 311-325

17 Burnside, C., Eichenbaum, M., and Rebelo, S. (2001), "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis", *Journal of Political Economy*, Vol. 109, pp. 1155–1197.

18 Pesenti, P., and Tille, C., (2000), "The economics of currency crises and contagion: An introduction", Economic Policy Review - Federal Reserve Bank of New York; Sep; Vol. 6, No. 3, p. 3.

19 Calvo, G. and Mishkin, F. (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Economies", NBER Working Paper, No. 9808, Cambridge, Mass.

20 Anieshm G., (2006), "Anatomy of a currency crisis: Turkey 2000-2001", International Journal of Emerging Markets, Bradford, Vol.1.

٣- أزمات أسواق المال: تعرف أزمات أسواق المال بأنها عن اضطراب في أسواق المال والذي يكون فيه سوء الاختيار والمخاطر المعنوية *Moral Hazards* سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية[21]. وتحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "*bubble*". حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، ويكون الارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل – كالأسهم على سبيل المثال – هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. فى هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره فى الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر فى الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات "game theory" تحت ما يعرف "بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية" "Coordination Games". إذ تؤكد أدوات التحليل الإقتصادى وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون،....). فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذوه. بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصل ما، بناءً على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع. بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، حينئذ، تبدو الصورة مختلفة. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج "بول كروجمان– ذلك السلوك. على سبيل المثال أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع لمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعلياً. ويحدث انهيار الأسواق المالية ظاهرة عادة بعد فترة طويلة من الانتعاش تصل فيها مكررات الأرباح ومعدلات العوائد إلى معدلات مرتفعة نسبياً بما لا يتناسب مع القيمة الحقيقية للشركات وتنتهي إلى حدث أو أحداث اقتصادية تؤدي إلى عمليات بيع مكثفة للخروج بأقل خسائر ممكنة (هلع) ما يؤدي إلى انحدار حاد في القيم السوقية للشركات ولمؤشرات الأسواق المالية. وهنا قد يتعجب الكثيرون من حدوث ذلك الانهيار أحياناً على الرغم من متانة العوامل الأساسية للاقتصاد أو حتى العوامل الأساسية للشركات نفسها. كما أن النظريات المالية والاقتصادية المستندة بشكل أساسي إلى افتراض السلوك العقلاني للأفراد تعجز عن تفسير مثل هذه الظاهرة. لكن التعامل مع مثل هذه الأزمات ومحاولة تفسيرها يجب أن يتم في إطار التفسير الاجتماعي والسلوكي لمثل هذه الظواهر.

رابعاً: دورية الفكر الاقتصادي كانعكاس للواقع العملي

21 Fredric Mishkan ,"Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries"A Paper of the NBER Conference ,Economics of Financial Crises in Emerging Market Countries,Woosstock, Vermont, Oct 19 –21 2000

يشير التاريخ الاقتصادي إلي سيطرة فكر معين تؤمن به الطبقة الحاكمة علي انه الأفضل حيث انه يحقق لها أغراضها سواء كانت أغراض خاصة أو أغراض إدارة الشئون الاقتصادية للدولة ومن ثم يجب وضع السياسات الاقتصادية بناءاً علي تلك الأفكار، وبناءاً علي ذلك يتم تطبيق تلك السياساتِ في الواقع، وتسير الأمور إلي أن تخلق أوضاع حرجة تستوجب إتباع سياسات أخري للخروج من هذه الأوضاع. ومن ثم يحدث انقلاب علي الأفكار القديمة، ويكون التركيز في الأفكار الجديدة علي إيديولوجيات مخالفة لتلك القائمة، وهكذا........ ومن ثم يمكن الوصول إلي الدورية لا تحكم الأوضاع الاقتصادية فقط ولكنها تحكم أيضا الفكر الاقتصادي والذي يأتي دائماً انعكاساً للأوضاع الاقتصادية في ارض الواقع، وإجمالا يمكن تلخيص دورية الفكر الاقتصادي بين تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية وعدم تدخل الدولة، وما يرتبط بكل منها من سياسات وبرامج وأدوات تنفيذية. ويمكن استعراض دورية الفكر الاقتصادي كانعكاس للواقع الاقتصادي كما يلي:

أ- الدولة الحارسة في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي كانعكاس للواقع الاقتصادي قبل ثلاثينات القرن العشرين: ظهر فكر التجاريين عند مطلع القرن الخامس عشر وذلك بعد أزمة ارتفاع الأسعار في الدول الأوربية بسبب زيادة تدفق المعادن الثمينة إلى اقتصاديات تلك الدول، مما جعل هذه الأخيرة تعطي أهمية بالغة لتوازن موازين مدفوعاتها، ولذلك كان اهتمام التجاريين هو تحقيق فائض في الإنتاج بهدف التصدير، الأمر الذي جعلهم ينادون بأهمية النشاط التصديري، كما نادوا بمبدأ الحرية الاقتصادية وعدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، حيث ساد الظن بأنّ كل فرد أجدر بتحقيق مصلحته وأنّ المصلحة العامة ليست إلاّ مجموع مصالح الإفراد، الأمر الذي قلص دور الدولة إلى مجرد اتخاذ الإجراءات التي تكفل حماية مصالح الأفراد داخليا وخارجيا[٢٢]. وقامت أفكار الكلاسيك على أنّ هناك قوى ذاتية قوية تمنع حدوث فترات الركود الطويلة في الاقتصاد، وعليه فإنّ الاقتصاد في ظل نظام السوق لديه الآلية الذاتية لإعادة توازنه وعلى ذلك فإنّ هذه القوى الذاتية تستطيع التغلب على الهزات التي تحدث بالاقتصاد الوطني وتحركه نحو التوازن العام، وقد ترتب على ذلك أنّ وظيفة الدولة هو القيام بأعمال الأمن والحماية والعدالة والدفاع أي أنها تكون حارسة للنشاط الاقتصادي، ولا مانع في إقامة بعض المشاريع العامة. وطالبت النظرية عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لإيجاد هذا التوازن، لان تدخلها يؤدي إلى عرقلة وإرباك عمل تلك الآليات وفقدان دورها المناسب في تفعيل الأنشطة وإيجاد التوازن المطلوب.٢٣. وقد سادت أفكار الكلاسيك منذ عام ١٧٧٦ إلي منتصف القرن التاسع عشر، وقد كان معظم الكلاسيك من بريطانيا وكانت سياسة حرية التجارة المقترنة بحد

22 جورج نايهانز (١٩٩٧) تاريخ النظرية الاقتصادية والإسهامات الكلاسيكية (١٧٧٢-١٩٨٠)، ترجمة د كتور احمد صقر احمد، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ١٩٩٧، ص ٤٣-٥٠.

23 محمد سيد رصاص (٢٠٠٠) تدخلية الدولة في الاقتصاد: كينز وخصومه، الحوار المتمدن - العدد: ٢٤٥٨ - ٢٠٠٨ / ١١ / ٧ - http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=152644

ادني من التدخل الحكومي تلاءم بوجه خاص المصالح البريطانية في ذلك الوقت[24].

٢- الدولة المتدخلة في الفكر الكينزي والاشتراكي كانعكاس للازمة لاقتصادية عام ١٩٢٩.

سادت أفكار الكلاسيك لفترة طويلة إلاّ أنّ حدثت مشكلة الكساد الكبير عندها بدأ الاقتصاديون يتشككون في صحة النظرية الكلاسيكية بعد عجز اقتصاديات الدول عن إعادة توازنها بطريقة آلية كما كان يدعى الكلاسيك. فعندما حصلت الأزمة المالية عام ١٩٢٩ والكساد العالمي الذي أعقبه في ثلاثينيات القرن المنصرم، لم تتمكن آليات السوق الخفية التي أشارت إليها النظرية الكلاسيكية من إعادة التوازن لقوى السوق ومعالجة تأثيرات ظاهرة التضخم والانكماش على الأنشطة الاقتصادية، وعندما تعاظمت الأزمة واستفحل أمرها لم ينفع تدخل الدولة التي اضطرت لاحقا للتدخل من إعادة التوازن المطلوب، وحصل ما حصل في حينه من حالة كساد كبرى وتعطيل عجلة الإنتاج في مجمل الأنشطة الاقتصادية والمالية وانتشار البطالة بشكل واسع. استنادا لذلك حصل انقلاب على أفكار النظرية الكلاسيكية وحلت بدلا عنها النظرية الكينزية التي طالبت بتدخل الحكومة بقوة لإيجاد التوازن في السوق، وحددت عدد من الآليات التي تستطيع بموجبها تحقيق التوازن المطلوب أهم تلك الآليات هو زيادة الإنفاق الحكومي العام لسد النقص في إنفاق القطاع الخاص لضمان مستوي كاف من الطلب الفعال[25]، بما يؤدي إلى دفع الطلب الكلي إلى الأعلى وما يتبعه من خلق طلب يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتشغيل عجلة الاقتصاد والقضاء على حالة الكساد والبطالة. وقد جاءت أفكار كينز معاكسة تماما لأفكار الكلاسيك، التي رسمت السياسات الحكومية الواجبة الإتباع للخروج من الأزمة. وقد كانت لأفكار كينز بخصوص قيام الدولة بدور نشط في الحياة الاقتصادية دور فعال في رسم خصائص السياسة الاقتصادية التي أتهجتها بلدان العالم في العقدين التاليين للحرب العالمية الثانية[26]. ومن الناحية الاخري، سادت بعد الحرب العالمية الأولى مبادئ الاقتصاد الاشتراكي حيث ارتبط دور الدولة بالإحلال محل قوى السوق، وعندها بدأ ينتشر مفهوم الدولة المنتجة أو الدولة الاشتراكية، الأمر الذي دعم انتشار أسلوب التخطيط المركزي على الصعيدين العملي والأكاديمي وكان من بين الدول التي تبنت هذا الاتجاه عدد من دول العالم الثالث. وقد ترتب على ذلك مجموعة من النتائج من أهمها:

- ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي عن طريق إقامة بعض المشاريع العامة لتحريك النشاط الاقتصادي من الركود ويتم ذلك من خلال الإنفاق باعتباره المضخة التي تنشط الدورة الدموية للنشاط الاقتصادي. وقد ترتب على ذلك أنّ وظيفة الدولة تغيرت، حيث أصبح لها دورا متزايدًا في النشاط الاقتصادي والاجتماعي، بالإضافة إلى الوظائف التقليدية للدولة التي كانت موجودة مثل الأمن والحماية والعدالة وإقامة المرافق العامة.
- المبدأ السائد في مجال المالية العامة للدولة هو التخلي عن الحياد المالي وإحلال المالية

24 جلال امين (٢٠٠٧)، كشف الاقنعة عن نظريات التنمية الاقتصادية، دار الشروق ، ص١٥

25 حازم الببلاوي (١٩٩٦)، دور الدولة، دار الشروق، ص ٣٥-٣٧.

26 اولريش شيفر (٢٠١٠) انهيار الرأسمالية، اسباب اخفاق السوق المحررة من القيود، ترجمة دكتور عدنان عباس علي، عالم المعرفة، الكويت، يناير ، ص ٤٨

الوظيفية محله والذي يقرر بتحديد الإنفاق العام المطلوب أولا ولا مانع أن يتحدد إنفاق عام أكبر من الإيرادات العامة.

- إنّ هدف السياسة المالية والنظام المالي هو إحداث التوازن المالي وأيضا إحداث التوازن الاقتصادي والاجتماعي. مما سبق يتضح أنّ دور الدولة في النشاط الاقتصادي قد ازداد بصورة كبيرة جدا ومنه أصبحت مالية الدولة ذات وزن كبير[٢٧].

٣- الدولة الحارسة- عود علي بدء- في الليبرالية الجديدة كانعكاس لأزمة النموذج الكينزي منذ سبيعينات القرن الماضي، حتى ٢٠٠٨)، وإرهاصات الأزمة الحالية: عند نهاية السبعينات شهد العالم تغيرات فكرية وسياسية واقتصادية واسعة ساعدت في تراجع الإيديولوجيات التي تؤدي إلى توسيع دور الدولة وفي المقابل برز اهتمام واسع لتقليص وظائف الدولة إلى أدنى مستوى، وذلك إثر المشاكل التي تعرضت لها اقتصاديات الدول التي أخذت بمبدأ الاقتصاد الاشتراكي مثل التضخم والبطالة والمديونية الخارجية وغيرها بسبب سياسات هذا النظام وبعد ثلاثة عقود على نهاية الحرب بعام ١٩٤٥، بدأت تظهر ملامح الأزمة في النموذج الكينزي مع مظاهر الركود الاقتصادي والتضخم النقدي بالسبعينيات على إثر ارتفاع أسعار النفط وازدياد المصروفات العسكرية مع اشتداد الحرب الباردة[٢٨]. ترافق هذا مع ظهور بداية مد يميني جديد تمثل في(الليبرالية الجديدة) والمدرسة النقدية[٢٩]

وقد كان أهم ما يميز الأزمة الاقتصادية في السبعينيات هو ظاهرة الركود التضخمي وهو ما عجز عن تفسيره الاقتصاديون الكينزيون على اعتبار أن أفكار كينز كانت تقول إن زيادة الطلب فوق الاستخدام تؤدي إلى التضخم ونقص الطلب دون الاستخدام يؤدي إلى البطالة. وأمام هذا العجز تفوقت الأطروحات الليبرالية وأفكار النقديين أتباع مدرسة شيكاغو الذين اعتقدوا عدة معتقدات مخالفة للأفكار الكينزية، وذلك كما يلي:

- أن الأزمة الاقتصادية هي أزمة الدولة المتدخلة وذلك لأن التدخل الحكومي عطل قوى السوق وبالتالي فإن الأزمة هي نتيجة اتساع دور الدولة وسياستها المالية من حيث التوسع في الإنفاق العام وعجز الموازنة.. الخ.
- أن الإنفاق العام ليس إلا إحلال إنفاق عام محل إنفاق خاص يتم تمويله من الاقتطاع الضريبي الذي يتم تبديده من قبل الدولة وإن القطاع الخاص أكفأ على تخصيص الموارد وبالتالي عدم الهدر في هذه الموارد وبذلك فإن الاقتطاعات الضريبية أدت إلى تخفيض الطلب الاستثماري والاستهلاكي الخاص.
- يؤدي التدخل الحكومي إلى تخفيض الاستثمارات الخاصة نتيجة انخفاض الكفاية الحدية

---

27 J. M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money (1st edition 1936), Macmillan, London, 1961.

28 تدخلية الدولة في الإقتصاد: كينز وخصومه- محمد سيد رصاص - الحوار المتمدن - العدد: ٢٤٥٨ - ٢٠٠٨ / ١١ / ٧ -http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=152644

29 رمزي زكي (١٩٨٦)، الازمة الاقتصادية الاراهنة، مساهمة نحو فهم افضل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، ١٩٨٦

لرأس المال نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة بسبب المديونية الحكومية بهدف تمويل الإنفاق العام، إذ إن طرح الحكومة سندات الخزينة للاكتتاب من قبل الجمهور في السوق المالية أدى إلى ارتفاع معدلات الفائدة بفعل المنافسة. ويؤدي انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال إلى انخفاض الحافز للاستثمار نتيجة ارتفاع تكلفة الاستثمار أي إن معدلات الربح أقل من معدلات الفائدة.

- أن الإنفاق الحكومي والتوسع في هذا الإنفاق هو المسئول عن التضخم وذلك لأن دورة الأعمال أو آليات الضبط التلقائية التي هي حالة من تعاقب فترات من الانكماش والازدهار أو ما يسمى الدور، لذلك فإن السياسة المالية ونتيجة بطء ظهور آثارها من حيث طبيعتها تؤدي إلى ترافق آثار التوسع في الإنفاق العام في مرحلة ازدهار الأعمال أي في الفترة التي يجب فيها إتباع سياسة انكماشية أي تقليص الإنفاق العام بغية تفادي التضخم .

وقد تآكل مشروع دولة الرفاهة تآكل تدريجيا نتيجة الأزمة الهيكلية للنظام الرأسمالي التي انفجرت مع بداية عقد السبعينات. حيث استغلت الأحزاب اليمينية والرأسمال العالمي هذه الأزمة لتسليط هجومها الإيديولوجي على النمط الاقتصادي الكينيزي وعلى الدور التدخلي للدولة. وقد تبنت هذه القوى اليمينية عند استيلائها على السلطة ابتداء من نهاية السبعينات – أي منذ وصول تاتشر وريجان إلى الحكم– حلولا قديمة لتدبير الأزمة. وتقوم هذه الحلول على نفس المبادئ التي سادت خلال المرحلة الأولى للرأسمالية والتي تتلخص في إطلاق الحرية الكاملة لرأس المال على الصعيدين المحلي والعالمي لتمكين الشركات متعددة الاستيطان من بسط نفوذها عبر العالم. وقد مكن هذا الأسلوب من تفكيك الآليات القانونية التي تتدخل بواسطتها الدول في المجالات الاقتصادية والاجتماعية حيث تم فرض مفهوم حرية الأسواق ومقولة دعه يعمل دعه يمر، كما عمل كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي واتفاقيات الجات على دعم وتكريس هذه المبادئ عبر ما يسمى بسياسات التقويم الهيكلي. أما المشروع الاشتراكي السوفيتي فقد تآكل تدريجيا نتيجة غياب الديموقراطية ومركزة القرارات وعدم القدرة على إعادة إنتاج النظام، فبدأ التحول التدريجي من نموذج رأسمالية الدولة إلى رأسمالية الأفراد ونظام السوق نتيجة تحكم المافيات الكومبرادورية في هرم السلطة في هذه البلدان. وجاء انهيار ما كان يدعى بالاتحاد السوفيتي وانتقال منظومة الدول الاشتراكية والدول التي انبثقت عنه إلى اقتصاد السوق لتعزز الأفكار الليبرالية حيث صور هذا التحول وكأنه انتصار للرأسمالية. كذلك قام الكثير من الدول النامية بدوره للتحول إلى اقتصاد السوق وبضغط من المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) ووفقا لتوصيات تراضي واشنطن، بين الولايات المتحدة وبين هذه المؤسسات، والهادفة إلى دفع الاقتصاد العالمي نحو العولمة الرأسمالية وإعادة احتواء البلدان النامية في ضوء من الليبرالية الاقتصادية[30].

خامساً: الأزمة الاقتصادية الحالية في سياق الأزمات الاقتصادية

يمر العالم هذه الأيام –وخاصةً أميركا– بأزمةٍ اقتصاديةٍ كبيرةٍ أثّرت على الكثير من مناحي

30 جمال طلاس ، الاشتراكية واقتصاد السوق، جامعة حلب - كلية الاقتصاد ، الاقتصادية : ٢٠/٢/٢٠٠٥

الحياة الاقتصادية في العالم؛ مثل أسعار النفط، وأسعار السلع والخدمات، وأسعار العملة الرئيسة في العالم (الدولار)، وجرّ ذلك تأثيرات أخرى في نواحٍ اقتصادية مرتبطة بهذه الأمور؛ مثل قيمة المدخرات، وأسعار الأجور وأسعار العقارات، والتجارة العالمية والتبادل التجاري. وقد بدأت الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية ولكن سرعان ما انتقلت إلي بقية دول العالم.

أ- أزمة مالية أم أزمة اقتصادية؟.

اختلف الباحثون في تحديد نقطة البداية للأزمة . فمنهم من رأى الرجوع إلى أوائل ٢٠٠٧ التي تفاقمت فيها أزمة قطاع الإسكان والقروض العقارية، حيث تزايدت حالات تعثر المقترضين أو عجزهم عن سداد ديونهم ومن ثم تزايدت عمليات حبس الرهونات. ومنهم من عاد بنقطة البداية إلى ٢٠٠٦ عندما أخذت فقاعة الإسكان في الانكماش[٣١]، وهو ما أدى إلى تهاوي قطاع الإسكان وانهيار أسعار الصكوك المستندة إلى رهونات عقارية. ومنهم من رأى أنه يلزم الرجوع إلى ٢٠٠٥ عندما أخذ معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي في التراجع الذي استمر حتى دخل الاقتصاد الأمريكي في مرحلة الانكماش في ديسمبر ٢٠٠٧ حسب الإحصاءات الرسمية. وأخيراً فإن بعض الباحثين يذهب إلى أن جذور الأزمة تتصل بنقطة زمنية أسبق كثيراً من ٢٠٠٥،وذلك من منطلق ربط الأزمة باتجاه عام طويل الأمد نحو الركود في الاقتصاد الأمريكي .ومعنى هذا أن تدهور الوضع الاقتصادي- أي تدهور القطاع الحقيقي – كان سابقاً لتفجر الأزمة في القطاع المالي، ولم يكن مجرد أثر لاحق لها، وأن الأزمة اقتصادية في الأصل، ثم تحولت إلى أزمة مالية امتدت آثارها إلى القطاع الحقيقي محدثة أزمة اقتصادية جديدة في نهاية المطاف

ومن خلال المؤسسات المالية والنقدية والاقتصادية الدولية وتحليلات العديد من الاقتصاديين والخبراء الماليين، يبرز لنا الاتجاه الغالب في تفسير الأزمة الاقتصادية الحالية في أنها أزمة مالية أساسا انطلقت من أزمة "الرهون العقارية"، أي من المجال المالي، وتفاقمت شيئا فشيئا لتمس مجال الاقتصاد الحقيقي وتتحول إلى انكماش يظهر بالأساس في انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي الخام للدول والعالم وفي تراجع الطلب والإنتاج في عدد من القطاعات الإنتاجية والخدماتية وأساسا قطاعات صناعة السيارات والأشغال العمومية والبناء والسكن والنقل (البحري على الخصوص)، وهو ما ينعكس في الانخفاض الكبير في طلبات هذه القطاعات وإنتاجها وفي رقم أعمالها وأرباحها، كما ينعكس جليا في غلق عدد من الوحدات الإنتاجية وتسريح العمال أو إحالتهم على البطالة التقنية (وصل عدد العمال المسرحين في الولايات المتحدة وحدها سنة ٢٠٠٨ ما لا يقل عن ٢,٦ مليون). ومن ثم يري الباحث أن تصوير الأزمة على أنها مجرد أزمة مالية بدأت بالإفراط في منح الائتمان وتطورت مع تعثر الكثيرين من المقترضين إلى شح في الائتمان المتاح للمؤسسات المالية ومن ثم للمؤسسات الإنتاجية ،مما أفضى إلى أزمة اقتصادية،

31 يشير مصطلح الفقاعة(bubble) في الاقتصاد إلى ظاهرة الاتجار في أصل ما بأحجام ضخمة وبأسعار بعيدة تماماً عن الأسعار الحقيقية أو الأصيلة

(intrinsicprices).أنظر: www.wikipedia.org/wiki/Economic_bubble

هو تصوير غير دقيق وإن لم يخل من الصواب. إذ أن الفهم الدقيق للأزمة يستوجب ألا نقف عند القطاع المالي وحده، ويحتم النظر أيضاً في أوضاع القطاع الحقيقي الذي يفترض تكامله مع القطاع المالي في إطار نظام اقتصادي رأسمالي.

ب- أسباب الأزمة الاقتصادية والمالية الحالية

أن النظر في الأسباب لابد أن تأتي متسقة مع السياق العام الذي تعمل فيه الاقتصادات الرأسمالية في العقدين الأخيرين، وهو سياق التحرير المالي والعولمة الاقتصادية الذي عجل بتحويل الأزمة الأمريكية إلى أزمة عالمية، أو بعبارة أخرى سياق العولمة وفلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة التي سادت العالم بشقيه المتقدم والنامي على السواء[٣٢]. حيث يري البعض ان الأزمة الراهنة ترجع إلي سياسات الليبرالية الاقتصادية الجديدة واثر تلك السياسات علي القطاع المالي والقطاع الحقيقي. أن الأزمة تكمن في طبيعة النظام الرأسمالي الذي ترك الحبل على الغارب للرأسمالية المالية التي تمثل ركناً هاماً في إطار الاقتصاد الحر والذي يعد المبدأ الرئيسي للعولمة التي تركت عوامل السوق تعمل بدون كابح لجموحها غير المحدد في تحقيق الأرباح لقد ساهمت العولمة في تحول رؤوس الأموال الصناعية إلى رؤوس أموال مالية وخدمية لقد كان ذلك بمثابة فرصة لاستفادة الرأسماليين من غياب الضوابط والقوانين المحددة لحركة رأسمال لتحقيق المزيد من الأرباح مع تخلي الدول عن دورها في رقابة حركة السوق والمال. لقد أدى ذلك إلى تحول رؤوس الأموال إلى أسواق المضاربات. وقد شجعت الليبرالية الاقتصادية الجديدة على الإفراط في الثقة في الأسواق وفى قدرتها على التصحيح الذاتي لانحرافاتها. كما أنها روجت لتصغير حجم الحكومة وتقليص وظائفها الاقتصادية والاجتماعية، كما روجت للخصخصة وفتح أبواب الاقتصادات على مصاريعها وإزالة القيود على انتقال الأموال بين الدول، وغير ذلك من الإجراءات التي تنامي تطبيقها في إطار التحرير المالي بوجه خاص والعولمة الاقتصادية بوجه عام. ولا يمكن فهم اتجاه الرأسمالية إلى التوحش واتجاه العولمة إلى الانفلات بمعزل عن ذلك النمط من إدارة النظام الرأسمالي،أي نمط الليبرالية الاقتصادية الجديدة. لقد شكلت الليبرالية الاقتصادية الجديدة الخلفية الفكرية للأزمة الراهنة، وقدمت التبريرات النظرية (مثل اقتصاديات العرض والنقودية...الخ) للممارسات الاقتصادية التي قادت في النهاية إلى هذه الأزمة. وكان من ثمار هذه الخلفية الفكرية ظهور نوع من الأصولية المتزمتة، وهي أصولية السوق التي شجعت على تزايد سطوة أو ديكتاتورية السوق وتهميش دور الحكومات في ضبط الأداء الاقتصادي.

وقد كان لليبرالية الجديدة وما نتج عنها من عولمة العديد من النتائج علي ارض الواقع ، والتي أدت في نظر البعض إلي ظهور الأزمة الحالية، ويمكن تلخيص ما نتج عن الليبرالية الجديدة فيما يلي:

أ. <u>ضعف أو تراخي إجراءات الرقابة والضبط في القطاع المالي</u>: شاع في القطاع المالي

---

32 إبراهيم العيسوي (٢٠٠٩) الأزمة العالمية، طبيعتها وأسبابها وانعكاساتها على الفكر التنموي، ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي للمعهد العربي للتخطيط بالكويت، بيروت ٢٣- ٢٥ مارس ٢٠٠٩.

مناخ من التساهل والتغاضي عن القواعد السليمة لمنح الائتمان والتقاعس عن تطبيق الضوابط القويمة على ملاءة المؤسسات الائتمانية وآليات عملها، حتى وصلت الأمور إلى حد التسيب والانفلات. إن هذا المناخ لم يترتب عليه تضخم الديون الرديئة فحسب، بل إنه قد ساعد أيضاً على انتشار الفساد وهيأ تربة جيدة لتنامي عمليات النصب والاحتيال والتدليس والغش والتواطؤ بين أطراف مختلفة في القطاع المالي. وقد كان لمؤسسات التقييم الائتماني وشركات المراجعة دور ملحوظ في الممارسات الفاسدة التي شهدها القطاع المالي الأمريكي. والمهم في الأمر أن غياب أو تراخي الرقابة والضبط لم يأت بطريق السهو أو الصدفة. بل إنه جزء لا يتجزأ من مناخ الحرية الاقتصادية والعولمة الناتج عن هيمنة فلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة التي طبقت في المملكة المتحدة والولايات المتحدة منذ ما يقرب من ثلاثة عقود، والتي عملت دول المركز الرأسمالي والمؤسسات الدولية الخاضعة لها على تسويقها في جميع بلاد العالم، بما فيها الدول النامية، ونجحت في ذلك نجاحاً باهراً.

ب. <u>التضخم الشديد في القطاع المالي</u>: تشير بعض الدارسات إلى أن البداية الحقيقية للمشاهد التي نراها الآن كانت مع التحول إلى تعويم العملات في ١٩٧١ عندما قررت الإدارة الأمريكية وقف قابلية الدولار للتحويل إلى ذهب، وذلك تحت وطأة العجز التجاري الضخم والتكاليف الباهظة لحرب فيتنام. فقد وضع هذا التحول حداً للنظام النقدي العالمي الذي رسمت معالمه في بريتون وودز عقب الحرب العالمية الثانية، والذي يقوم على نظام أسعار الصرف الثابتة - وهو نظام لا يتيح مجالاً واسعاً لانتقال رؤوس الأموال من بلد إلى آخر كما هو الشأن مع نظام أسعار الصرف المتغيرة أو المعومة. وبظهور نظام أسعار الصرف المعومة، فتح الباب أمام تحركات الأموال عبر الحدود. وكان لذلك تداعيات خطيرة، أهمها أنها فتحت الباب لعمليات مالية مستحدثة وأطلقت العنان لنمو قطاع مالي ضخم. وقد ازداد هذا القطاع تضخماً مع بروز فلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة على يد تاتشر وريجان في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات من القرن العشرين، واتساع نطاق تطبيقها في العالم في صورة الخصخصة وابتعاد الدولة عن التدخل في الأسواق، وإزالة القيود على الائتمان وأسعار الفائدة، وكذلك إلغاء القيود على أسعار الصرف وعلى تحركات الأموال عبر الحدود. ثم جاءت منظمة التجارة العالمية في مطلع التسعينات لتعطى دفعة كبرى لتحرير التجارة، ليس فقط في السلع، بل وفى الخدمات، بما في ذلك الخدمات المالية، وفى الاستثمار وحركات رؤوس الأموال عبر الحدود ..الخ.

ج. <u>المتاجرة في المخاطر</u>: مع تعويم العملات وجدت الشركات التي تقع عليها التزامات بعملة ما وتستحق لها إيرادات بعملة أخرى ، أنه يجب عليها التحوط ضد مخاطر التقلبات في أسعار الصرف . وظهر ابتكار مالي جديد وهو العقود المستقبلية في العملات، الذي يعتبر المقابل للعقود المستقبلية في السلع التي لجأ إليها المزارعون منذ أكثر من قرن للتحوط ضد تقلبات أسعار محاصيلهم . وما المشتقات التي يكثر الحديث عنها الآن سوى صور أحدث للعقود المستقبلية. فمضمون هذه العقود واحد، وذلك على اختلاف صورها من عقود بيع بالهامش وخيارات ومبادلات وتوريق أو تسنيد وغيرها ، وهو الاتجار في المخاطر ، وهدفها واحد، وهو توزيع

المخاطر والتحوط والتأمين ضد ما قد يترتب عليها من خسائر (٣٣) . ومع تحرير أسعار الفائدة وإزالة القيود على الائتمان، اتسع نطاق الإقراض، لاسيما الإقراض لشراء المنازل وكذلك لشراء السلع الاستهلاكية المعمرة وغير المعمرة، خاصة مع انتشار استعمال البطاقات الائتمانية. ومع اتساع سوق الائتمان ودخول أعداد كبيرة من الأفراد كمقترضين، ومع الإغراء الكبير للأرباح التي يمكن جنيها من جانب البنوك وشركات التمويل العقاري وشركات إنتاج السلع والخدمات، حدث تساهل في منح القروض، ازدادت معه المخاطر، واتسع معه نطاق اللجوء إلى وسائل التحوط والتأمين ضد مخاطر عجز المقترضين عن سداد ديونهم. ومما يسترعى الانتباه أن هذه العقود الغريبة لم تعدَ تنصب على مخاطر الاتجار في السلع أو الأسهم أو السندات، بل أنها امتدت إلى المخاطر المتعلقة بالديون العقارية وأنواع أخرى كثيرة من الديون، والرهان على تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة وتقلبات مؤشر البورصة، بل وعلى تقلبات مؤشر الطقس . ولما كان كل عقد من هذه العقود يحمل مخاطرة، فإنه يمكن أن يبنى عليه عقد جديد للتحوط ضد مخاطر العقد الأصلي، وهذا العقد الجديد يمكن أن يقود إلى عقد جديد آخر ، وهلم جرا. وهكذا يتضخم ما بدأ صغير الحجم، وتلد العملية المالية الصغيرة الواحدة عمليات مالية متعددة. وقد بلغت قيمة المشتقات مستويات كبيرة جداً، حيث يشير التقرير الصادر عن بنك التسويات الدولية في ديسمبر ٢٠٠٨ أن حجم التعامل في المشتقات المتداولة في البورصة وخارجها بلغ ٨٦٣ تريليون دولار في النصف الأول من ٢٠٠٨. وهذا المبلغ يقرب من ٦٥ ضعف الناتج المحلي الإجمالي العالمي لتلك الفترة، أي نحو ٦٥٠٠% من هذا الناتج العالمي[٣٤].

ج. **ازدياد وتعمق التشابكات بين مكونات القطاع المالي**: فضلاً عن تضخم القطاع المالي، زادت التشابكات وتعمقت بين الفروع المختلفة للقطاع المالي: البورصات – البنوك التجارية وبنوك الأعمال أو الاستثمار – صناديق الاستثمار – صناديق المعاشات – صناديق التحوط – شركات التأمين –المراكز المالية الحرة(off shore)– مؤسسات التقييم الائتماني ...الخ.وقد ترتب على ذلك التطور تعاظم احتمالات تحول الفشل في فروع القطاع المالي إلى فشل شامل للقطاع كله،وهو ما يطلق عليه فشل منظومي. ويمكن تفسير الفشل المنظومي بفكرة فشل السوق المعروفة في علم الاقتصاد،والمرتبطة بفكرة الخارجيات (externalities)، أي آثار القرارات التي يتخذها متعامل في السوق على سائر المتعاملين أو على الاقتصاد في مجموعه،والتي لا يدرجها الفرد المتعامل في السوق في حساباته للتكلفة والعائد. فقرار الفرد المتعامل في سوق المال يتحدد بالمخاطر الفردية أو الخاصة،ولا يتأثر بالمخاطر الإجمالية التي يمكن أن تصيب

---

(٤) يمكن الوقوف على تعاريف الأدوات المالية الجديدة وما يرتبط بها من مصطلحات بالرجوع إلى :

http : //en. wikipedia. org/wiki/Leverage (finance) .
http : //en. wikipedia. org/wiki/Derivative security .
http : //en. wikipedia. org/wiki/Securitization .
http://www. businessspectator. com. au/bs. nsf/Article/The-deleveraging- cycle .

ارجع أيضاً إلى : حازم الببلاوي، "الأزمة المالية العالمية : محاولة للفهم "، المصري اليوم، عدد ٢٠٠٨/١٠/٤.

34 أنظر: BIS Quarterly Review, Dec.٢٠٠٨ على موقع البنك: www.ibs.org

السوق في مجموعه.ولذا يقال أن السوق تقيم أو تسعر المخاطر بأقل من قيمتها الحقيقية[٣٥]؛ وهو ما قد يؤدي إلى تحميل السوق بمخاطر أكبر كثيراً من قدرتها الحقيقية على تحمل المخاطر. ومن الطبيعي أن تأخذ السوق في التصدع ،بل والانهيار، عندما تتجاوز المخاطر الإجمالية/ المنظومية الحد الحرج. ومن ثم فبدلاً من أن تكون أسواق المال وسيلة لإنعاش الاقتصاد الحقيقي واستقراره، وبدلاً من أن تكون أداة لحسن إدارة المخاطر، فإنها أصبحت أداة لخلق المخاطر"[٣٦]. ولقد ترتب على هذا التضخم في القطاع المالي، وازدياد التشابكات وتعمقها بين مكوناته المختلفة، نشوء شبكة معقدة من المعاملات المالية بين كيانات مالية عملاقة من حيث الحجم ، ومركبة من حيث النشاط. ومما زاد من تعقيد الأمور وخطورتها أن قسماً ضخماً من التعاملات يتم خارج الأسواق المنظمة ، حيث يتم التفاوض عليها والاتجار فيها مباشرة بين أطرافها وذلك دون المرور على البورصات أو البنوك. وهذه هي السمة الغالبة على عقود المشتقات لاسيما عقود المبادلات والخيارات.

خ. **اشتداد التناقض بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي:** فاق التوسع في القطاع المالي كل حد معقول، بمعنى أنه تجاوز الاحتياجات الواقعية للقطاع الحقيقي من الاقتصاد بمسافة بعيدة.وفي الواقع أن الرأسمالية قد دخلت مرحلة جديدة مع التحولات في النظام النقدي منذ مطلع السبعينات وما تلاها من تطورات أشرت إليها فيما سبق،وهي المرحلة التي يطلق عليها: "التمويلية" أو"الرأسمالية المالية". والسمة المميزة لهذه المرحلة هي هيمنة التمويل على الإنتاج، حيث فقد قطاع التمويل صفته كتابع خادم للقطاع الحقيقي، وطغت المصالح المالية طغياناً شديداً على كل ما عداها. وقد أخذت هذه المرحلة دفعة كبيرة بعدما اكتسب رأس المال المالي حرية كبيرة في الحركة مع تنامي ظاهرة العولمة المالية وما صاحبها من تفكيك للقيود على انتقال الأموال فيما بين الدول. فقد أصبح رأس المال المالي محركاً أساسياً للعولمة الليبرالية وأداة رئيسية لإنعاش الاقتصادات الرأسمالية المتقدمة٣٧. وترتكز معادلة كمية النقود علي أن أية كتلة نقدية في التداول يجب أن تساوي كتلة البضائع المنتجة خلال فترة محددة تقسيماً على سرعة دوران النقد خلال الفترة نفسها، وعادة ما تكون الفترة الزمنية سنة واحدة، ولنأخذ الإنتاج العالمي الذي يقدر حسب الأرقام المنشورة اليوم بـ ٦٠ تريليون دولار، لكن طريقة الحساب تدفعنا إلى القول إن هناك حساباً مكرراً وهناك تضخيم للإنتاج العالمي وبناءً عليه فإن هذا الإنتاج قد يكون بحدود ٤٠ تريليون، مع الأخذ بعين الاعتبار أنه ليس كل الإنتاج العالمي يتم تبادله بالدولار، وهنا لابد من القول إن نصف هذا الإنتاج يجري تبادله بالدولار، وإذا اعتبرنا أن الإنتاج العالمي الذي

---

35 Under-pricing of risks. أنظر عرضاً مبسطاً لهذه الفكرة في الحوار الذي أجراه سيمون برونو مع نعوم تشومسكي:
N. Chomsky, The financial crisis of 2008", N. Chomsky's ZSpace Page on www.zcommunications.org/ ZNet.

36 أنظر :
Joseph Stiglitz, " Global crisis – made in America", 17 Nov. 2008,on : www.zcommunications.org/znet

37 J. B. Foster (2008) The financialization of capital and the crisis", Monthly Review, April.

يخدمه الدولار هو ٢٠ تريليون فمن المؤكد أن سرعة دوران النقد هي أعلى من واحد. وإذا كانت كذلك فإن المعادلة تحتم أن تكون كتلة النقد في التداول أقل من كتلة البضائع المنتجة خلال الفترة الزمنية المحددة، وإذا كان لدينا ٢٠ تريليون دولار من الإنتاج الحقيقي فيجب أن يكون لدينا أقل من ٢٠ تريليون دولار للتخديم، لكن الأرقام تقول بأنه منذ ١٩٩٥ فاقت الكتلة الدولارية المطروحة للتداول ٣٠٠ تريليون، والأرقام الجديدة اليوم فجرت مفاجأة هائلة حين أكدت أن الكتلة الدولارية بلغت حدود ٧٠٠ تريليون، في حين يجب أن تكون الكتلة النقدية أقل من واحد أي أقل من ٢٠ تريليون، أي لدينا ٣٥ ضعفاً مما هو مطلوب من حجم الكتلة النقدية الدولارية الدائرة في العالم اليوم. يقول البعض أن الأمريكيين استطاعوا بأدواتهم ولاسيما البورصة خرق القانون الموضوعي القائل بالتناسب بين الكتلة النقدية والكتلة السلعية بحيث استطاعوا الوصول إلى نسبة ٢٥/١ كتلة سلعية مقابل كتلة نقدية، ونظام البورصة العالمي الذي نراه اليوم لم يكن تاريخياً بهذا الشكل، حيث تكون الشكل الحالي للبورصة عام ١٩٩٥ حين حوت البورصة مبادلات تعكس حجم مضاربة واسع جداً، وكان ٩٠ % من مبادلاتها عبارة عن مضاربات مالية، وكانت البورصة قبل ذلك ٩٠ % مبادلات حقيقية و١٠ % مضاربات مالية، وهذا التحول الذي شهدته البورصة مكنها من امتصاص جزء كبير من الكتلة النقدية الدائرة حول العالم.

د. **الأسباب المتعلقة بالقطاع الحقيقي**: إن الأسباب المتعلقة بالقطاع المالي والليبرالية الجديدة والعولمة تشكل ما يمكن أن يطلق عليه الأسباب القريبة أو الظاهرة للأزمة الراهنة. ولكن الفهم الدقيق لهذه الأزمة ولكيفية معالجتها معالجة جذرية يقتضى البحث فيما يمكن أن يطلق عليه الأسباب البعيدة أو العميقة للأزمة. وهذه الأسباب تتعلق بالقطاع الحقيقي وآليات عمله. والمفتاح الذي يمكننا من العثور على هذه الأسباب العميقة للأزمة هو طرح سؤال بسيط : إذا كان الإفراط في الإقراض والاقتراض هو الذي أشعل فتيل الأزمة في الولايات المتحدة ، فما الذي أدى إليه أصلاً ؟. إننا يمكن أن نشير في هذا الصدد إلى عدد من العوامل ذات الصلة بجانب العرض. منها السياسة النقدية والمصرفية المشجعة. ومنها السيولة الوفيرة التي تمثلت في المدخرات الأجنبية التي تدفقت على الولايات المتحدة. ومنها الحملات الترويجية لمؤسسات التمويل. ولكن هذه العوامل لا يكون لها تأثير يذكر إلا إذا كانت هناك عوامل دافعة من جانب الطلب، وهى قلة الدخول المتوافرة للناس، مع سعيهم للحفاظ على مستويات معيشتهم أو تحسينها. فهنا يشكل الاقتراض المخرج من قلة الدخول وذلك بعد استنفاد وسائل أخرى لزيادة الدخول كالعمل لوقت إضافي وعمل الزوجات والاشتغال بأكثر من عمل.

ذ. **وصول حجم الطلب إلى مستويات دنيا** : وذلك نتيجة تراجع معدلات النمو في الاقتصاد الأميركي وتراجع التشغيل والاستثمار والدخول الموزعة لعناصر الإنتاج، وهي ظاهرة ليست آنية وإنما تدرجت منذ فترة وكانت للإجراءات التدخلية الحكومية أثر إيجابي في التخفيف من حدتها وتأخير تحولها إلى أزمة، من خلال التوسع في الإنفاق الحكومي لسد العجز في الإنفاق الخاص، ليس من خلال الإنفاق العسكري والحربي خارج الولايات المتحدة لنقل المعركة مع الإرهاب على رؤوس غير الأميركيين وتوزيع آثار الركود الاقتصادي على رقعة أوسع من العالم وخلق إنفاق خالق للطلب وغير خالق للعرض

- كما حصل في حرب العراق، حيث زاد الإنفاق الأمريكي على الحروب والدفاع من (٣٢٠) مليار دولار عام ٢٠٠١ إلى (٧١١) مليار دولار عام ٢٠٠٨.

ر. **استنزاف القوة الشرائية نتيجة الانتفاخ المالي الزائف للاقتصاد الحقيقي:** إذا كانت الأزمة المالية الحالية التي يمر بها العالم هي نتاج الإفراط والتفريط، الإفراط "في التمويل لصالح الربح الوفير" والتفريط "بالأمان لصالح ركوب المخاطر العالية"، فإننا نعتقد أيضا أن فقاعة الاقتصاد المالي التي نجمت عن "الإفراط والتفريط" قد أدت إلى انتفاخ الاقتصاد الحقيقي الذي ظهر بشكل ارتفاعات مغال بها في قيم الأصول بكل أنواعها الحقيقية والمالية، والمادية الملموسة والكامنة، والظاهرة والخفية ولقد نجم عن هذا الانتفاخ شعور بالإثراء لدى الدول والأفراد أفرز بدوره ميلا نحو نمو الإنفاق والاستهلاك في الاقتصادات المتقدمة وانتقل منها إلى الاقتصادات الناشئة عبر الطلب المتزايد على صادرات هذه الدول التي انتعشت اقتصاداتها الحقيقية. ولكن تأسيسا على فقاعة الاقتصاد المالي للدول المتقدمة وهكذا كانت العولمة المالية وسيلة لنقل الفقاعة إلى كل الاقتصاد العالمي. فالدول ذات الاقتصادات الناشئة مثل الصين والهند اللتين تضمان أكثر من ثلث سكان الكرة الأرضية (بنسبة ٣٧,١%) حسب بيانات ٢٠٠٩ بدأت تحقق بفضل انتشار فقاعة الاقتصاد المالي العالمية نموا متسارعا نجم عن تزايد الطلب على صادراتها ومكنها من الحصول على فوائض تجارية عالية وعززت النمو ونتيجة لهذا النمو الكبير في الناتج المحلي العالمي الذي ارتفع إلى ما يقرب من ثمانية أمثال ما كان عليه منذ ١٩٥٠ مرتفعا من حوالي سبعة تريليونات دولار إلى ما يقارب الخمسين تريليونا في ٢٠٠٨ في وقت تزايد السكان بأكثر من الضعف فقط من ثلاثة تريليونات إلى ٦,٦ تريليونات في ٢٠٠٨، نتيجة لذلك فقد أصبحت المنافسة على الموارد خصوصا الناضبة والمنافسة على السلع تشكل سمة جديدة للاقتصاد العالمي، حيث بدأت نسبة الاستهلاك الأسري في العالم ترتفع لصالح الدول النامية على حساب الدول الغنية التي كانت تستحوذ على ٨٠% في عام ١٩٩٨ لتصبح هذه الحصة في أوائل العام الماضي ٦٥%، في حين ارتفعت حصة الاستهلاك الأسري للدول النامية والاقتصادات الناشئة إلى ٣٥%. ولقد كان من أبرز تجليات هذه المنافسة الحادة على الموارد والسلع هو الارتفاعات الجنونية في أسعار الموارد الرئيسية في أوائل العام ٢٠٠٨ حيث ارتفعت أسعار النفط والسلع الأولية والخامات إلى مستويات قياسية غير مسبوقة نتيجة المضاربات العفوية التي جرت في البورصات العالمية والتي بدورها نجمت بشكل عفوي عن الشعور بأن الموارد شحيحة بعد أن بدأت قيمة الدولار تجاه العملات الرئيسية في التراجع بشكل متواصل[٣٨].

الخاتمة

أهم ما توصلت إلية الدراسة هو أن الأزمة الحالية ما هي حلقة من حلقات الدورة الاقتصادية والتي لن تتوقف ما دام يوجد حركة اقتصادية علي وجه الأرض. ولن تكون آخر الأزمات. وتكمن الكفاءة مع مثل تلك الأزمات في كيفية التنبؤ بها قبل وقوعها تحييد آثارها وتقصير مدتها

38 همام الشماع ، تفسير آخر للأزمة المالية العالمية.. الإفقار المتعمد ، الجزيرة نت

في حالة حدوثها. وتقع جذور الأزمة الحالية في القطاع الحقيقي. ولذلك ليس من المتصور علاج الأزمة علاجاً جذرياً إذا انحصرت سبل المعالجة في تحسين الإجراءات المالية والضوابط الحكومية على عمل القطاع المال. ومالم يصل العلاج إلى القطاع الحقيقي فإن الأزمات لن تلبث أن تتجدد، حتى إذا أمكن احتواؤها والتخفيف من آثارها لبعض الوقت.

قائمة المراجع

المراجع العربية

فؤاد مرسي (١٩٩٠) ، **الرأسمالية تجدد نفسها**، سلسلة عالم المعرفة، رقم ١٤٧ ، ص ٤١٤

فؤاد مرسي (١٩٨٠)، **مشكلات الاقتصاد الدولي المعاصر**، الإسكندرية ص ٦٦.

ساموبلسن و نورد هاوس (٢٠٠٦) **علم الاقتصاد**، مكتبة لبنان ناشرون، لبنان، ص ٤٩٥-٥٠١

حازم الببلاوي (١٩٩٣) ، **دليل الرجل العادي الى التعبير الاقتصادي**، دار الشروق، ١٩٩٣، ص ٤٩

أسامة عبد الله (٢٠٠٨) ، **تقييم احتمال حدوث ركود اقتصادي عام ٢٠٠٨** ، تقرير واشنطن، العدد # ١٦٩، ٢٦ يوليه ٢٠٠٨

احمد باهض تقي الحميداوي (٢٠٠٩) **الأزمة الاقتصادية العالمية: تراجع نيوليبرالي أم أزمة عابرة**، /مركز الفرات للتنمية والدراسات الإستراتيجية

جون ماينر كينز (١٩٧٥) **النظرية العامة للتشغيل وأسعار الفائدة والنقود**، باريس، ص ٣٦٦.

جورج كوبر (٢٠٠٩) **الأزمة المالية العالمية وخرافة السوق الكفء**، نهضة مصر للطباعة والنشر والتوزيع، ص ١٥٨.

بلجوك (١٩٨٥)، **الأزمات الاقتصادية المعاصرة**، تعريب القزويني (الجزائر).

مطانيوس حبيب (١٩٨٤) **الاقتصاد السياسي جامعة دمشق**، مطبعة الداودي، دمشق.

جورج نايهانز (١٩٩٧) **تاريخ النظرية الاقتصادية والإسهامات الكلاسيكية (١٧٧٢-١٩٨٠)**، ترجمة دكتور احمد صقر احمد، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ١٩٩٧، ص ٤٣-٥٠.

محمد سيد رصاص (٢٠٠٠) **تدخلية الدولة في الاقتصاد: كينز وخصومه**، الحوار المتمدن - العدد: ٢٤٥٨ - ٢٠٠٨ / ١١ /٧

جلال امين (٢٠٠٧)، **كشف الاقنعة عن نظريات التنمية الاقتصادية**، دار الشروق ، ص١٥

حازم الببلاوي (١٩٩٦)، **دور الدولة**، دار الشروق، ص ٣٥-٣٧

اولريش شيفر (٢٠١٠) **انهيار الرأسمالية، أسباب إخفاق السوق المحررة من القيود**، ترجمة دكتور عدنان عباس علي، عالم المعرفة، الكويت، يناير ، ص ٤٨

رمزي زكي (١٩٨٦)، **الأزمة الاقتصادية الراهنة، مساهمة نحو فهم أفضل**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، ١٩٨٦

جمال طلاس (٢٠٠٥) **الاشتراكية واقتصاد السوق**، جامعة حلب - كلية الاقتصاد ، الاقتصادية : ٢٠٠٥/٢/٢٠

إبراهيم العيسوي (٢٠٠٩) **الأزمة العالمية، طبيعتها وأسبابها وانعكاساتها على الفكر التنموي**، ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي للمعهد العربي للتخطيط بالكويت، بيروت ٢٣- ٢٥ مارس.

حازم الببلاوي (٢٠٠٨) **الأزمة المالية العالمية : محاولة للفهم**، المصـري اليـوم، عـدد ٢٠٠٨/١٠/٤.
همام الشماع ، **تفسير آخر للأزمة المالية** العالمية.. الإفقار المتعمد ، الجزيرة نت

المراجع باللغة الانجليزية

Patric T . Downes, David Martson and Inci Otker ," **Mapping Financial Sector Vulnerability in non-Crisis Country**" IMF Discussion Paper 1999

Mannuel Hinds, " **Economic Effects of Financial Crisis** " A World Bank Policy Research Working Paper 104, Dec. 1998

Demerguc Kunt et als.," **Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress**" IMF Working paper wp/00/56 oct. 2000

Manmohan S Kumar et als., "**Global Financial Crisis: Institutions Vulnerability**, "IMF Working Paper wp/oo /105

Barry Jhonston,Jingqing Chai and Liliana Scumacher, "**Assessing Financial System Vulnerability**" IMF Working Paper wp/00/76 April 2000

Frankel, J., (2005), "**Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries**", IMF Staff Papers, Vol.52, Iss. 2; Washington, pp. 149- 184.

Krugman, P., (1979), "**A Model of Balance-of-Payments Crises**", *Journal* of Money, Credit and Banking, pp. 311-325

Burnside, C., Eichenbaum, M., and Rebelo, S. (2001), "**Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis**", Journal of Political Economy, Vol. 109, pp. 1155–1197.

Radelet, S. and Sachs, J. (1998). **The Onset of the East Asian Financial Crises,** NBER Working Paper, Working Paper 6680. August.

Pesenti, P., and Tille, C., (2000), "**The economics of currency crises and contagion: An introduction**", Economic Policy Review - Federal Reserve Bank of New York; Sep; Vol. 6, No. 3, p. 3.

Calvo, G. and Mishkin, F. (2003), "**The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Economies**", NBER Working Paper, No. 9808, Cambridge, Mass.

Anieshm G., (2006), "**Anatomy of a currency crisis: Turkey 2000-2001**", International Journal of Emerging Markets, Bradford, Vol.1.

Fredric Mishkan ,"**Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**" A Paper of the NBER Conference ,Economics of Financial Crises in Emerging Market Countries,Woosstock, Vermont, Oct 19 –21 2000

.J. M. Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money** (1st edition 1936), Macmillan, London, 1961.

http : //en. wikipedia. org/wiki/Leverage (finance) .

http : //en. wikipedia. org/wiki/Derivative security .

http : //en. wikipedia. org/wiki/Securitization .

http://www. businessspectator. com. au/bs. nsf/Article/The-deleveraging- cycle .

N. Chomsky, **The financial crisis of 2008**", N. Chomsky's ZSpace Page on www.zcommunications.org/ ZNet.

Joseph Stiglitz, " **Global crisis – made in America**", 17 Nov. 2008,on : www.zcommunications.org/znet

H. Magdoff and P. Sweezy, " **Production and finance**" , Monthly Review,vol. 35, no.1, May 1983; J. B. Foster, "The financialization of capital and the crisis", Monthly Review,April 2008; ATTAC,"The time has come: Let's shut down the financial casino", ATTAC's statement on the financial crisis and democratic

P. Patnaik, "**A perspective on the crisis**", A paper presented at the UN conference on the global financial crisis, Oct. 2008, available on: www.networkideas.org.

1 J. B. Foster (2008) **The financialization of capital and the crisis**", Monthly Review, April.

Economic Governance and Public Sector Boundary Decision Focus on Privatization of Public Assets in Egypt

Emad Hassan

Maastricht School of Management MSM,

DBA Program – Intake 10

This paper explores the potentials of utilizing the Resource-Based View RBV (Barney, 1991, 1999; Peteraf, 1993) in analyzing and assessing the public sector boundary decision in Egypt. It is proposed that companies which possess valuable, rare, inimitable, and non-substitutable resources are those that have the least likelihood of being privatized. This hypothesis is tested on the resources of 8 public companies within the public business sector in Egypt. The results provide empirical evidences for the explanatory power of the RBV for the economic governance of the privatization decision when viewed as an industry boundary decision of the public sector. The results are also compared to those obtained from the regularly applied evaluation methods. Finally, conclusions and implications are discussed.

Abstract

This paper explores the potentials of utilizing the Resource-Based View RBV (Barney, 1991, 1999; Peteraf, 1993) in analyzing and assessing the public sector boundary decision in Egypt. It is proposed that companies which possess valuable, rare, inimitable, and non-substitutable resources are those that have the least likelihood of being privatized. This hypothesis is tested on the resources of 8 public companies within the public business sector in Egypt. The results provide empirical evidences for the explanatory power of the RBV for the economic governance of the privatization decision when viewed as an industry boundary decision of the public sector. The results are also compared to those obtained from the regularly applied evaluation methods. Finally, conclusions and implications are discussed.

Introduction

Recently, the government boundary decision has become a question of significant interest for both scholars and practitioners of strategic management in Egypt. The boundary question can be viewed as an indicator that guides the selection of the operating model ranging between state-owned, outsourcing, and privatization models. Several theoretical approaches have been proposed for the organizational boundary decision including both economic (Williamson, 1975, 1985; Coase, 1937) and organizational approaches (Galbraith, 1977; Lawrence *et al.*, 1967; Thompson, 1967). As a result, different economic theories have proposed that the information and coordination benefits associated with hierarchical governance positively affect the economies of scale and scope (Chandler *et al.*, 1990; Chandler, 1962), economizes on transaction costs basis (Coase,

1937; Williamson, 1975, 1985), and aligns with incentives (Grossman *et al.*, 1986). From an organizational perspective, the resource dependence theory states that hierarchical governance can help organizations to develop more powerful relationships and hence reduce their dependence on external forces such as buyers, suppliers, etc (Pfeffer *et al.*, 1978).

The purpose of this paper is to propose an appraising and evaluation framework for the economic governance of the public sector assets constituted on resource-based view (RBV) (Barney, 1991; Peteraf, 1993) instead of transaction cost economy (TCE). The suggested methodology proposes that public assets (resources) which are valuable, rare, inimitable and non-substitutable (VRIN) are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization. The role of RBV as a determinant of economic governance and firm boundaries will be empirically tested by operationalizing the RBV in its original form (Barney, 1991, 1999; Peteraf, 1993) to build a model for the economic governance and the boundary decision of public firms.

Overview of Transaction Cost Economics (TCE)

The TCE remains the most dominant paradigm for the firm boundary decision (Coase, 1937; Williamson, 1975, 1985). Coase argued that uncertainty in the real world prevents the price mechanisms from achieving the most efficient transactions in the perfect markets. Accordingly, firms economize its operations by reducing both costs and uncertainty by implementing policies such as long term labor contracts. However, according also to Coase, firms can only drive cost savings through price mechanisms up to a certain limit. As an organization grows in size, internal coordination costs increase until the organization is eventually scattered between integrating transactions and dealing with the markets. Williamson (1975 & 1985) extend this line of thought by proposing the TCE as a framework that facilitates an analysis of the comparative costs of planning, adapting, and monitoring task completion under different governance structures (Williamson, 1985). The unit of analysis in TCE is a transaction, which occurs when a good or service is transferred across a technologically separate interface (Williamson, 1985). According to Williamson (1985), transactions' costs can be categorized into two main categories; ex ante reasons such as drafting, negotiating, and safeguarding agreements between the parties to a transaction; and ex post reasons such as mal-adaption, haggling, establishment, operational, and bonding costs. In TCE, decision makers must weigh up the production and transaction costs associated with executing a transaction within their organizational boundaries i.e. insourcing versus the production and transaction costs associated with executing the transaction in the market i.e. outsourcing or privatizing in case of public assets. If they choose to use the market, they must then determine the appropriate type of contract to use.

According to Williamson (1985), transactions' costs evolved due to five factors; two human and three environmental factors. The two human factors are:

1. ***Bounded Rationality:*** where humans are unlikely to have the abilities or resources to manage every state-contingent outcome that might

arise in the related transaction.

2. ***Opportunism:*** where humans will always act to increase their self-interests.

The three environmental factors are:

1. ***Uncertainty:*** uncertainty intensifies the problems driven by bounded rationality and opportunism.

2. ***Small Numbers of Players:*** if only a small number of players exist in a certain marketplace, then a player participating to a transaction may find difficulty in disciplining other players participating to the same transaction through the alternative possibility of replacing one player by another within that marketplace.

3. ***Asset Specificity:*** asset specificity is the value of a certain asset that is attached to a particular transaction i.e. the value supported by this particular transaction. The player who invested in an asset associated with a particular transaction may gain losses if another player participating to the same transaction, who has not invested in the asset, withdraws from the transaction. The threat of a player participating to a particular transaction to act opportunistically leads to the so called "hold-up" problem.

Economic Governance and Firm Boundary Decision in TCE

Within the TCE paradigm, Williamson argues that three dimensions of a transaction affect the type of governance structure selected for the transaction. The three dimensions are asset specificity, uncertainty, and frequency. Obviously, as asset specificity and uncertainty increase, the risk of opportunism increases and hence opportunism leads to an increase in transaction costs. Therefore, decision makers are more likely to choose a hierarchical (firm-based) governance structure. As frequency increases, the comparative advantage of using market governance structures decreases since the costs of hierarchical governance structures can be paid back across more instances of the transaction. Accordingly, Williamson and Masten (1995) argue that what determines the vertical scope of a firm, i.e. the choice between the keep/in source mechanisms versus the buy/outsource/privatize mechanisms, is the trade-off between the firm-based transaction costs and the relative benefits of utilizing market-based mechanisms, and thus determining the firm boundary decision.

Transaction cost economies as a determinant of firm boundary has been the subject of several empirical studies. David and Han (2004) argue that these studies provide mixed support for the TCE paradigm. They considered 63 articles for analysis that include 308 empirical tests of core TCE, 144 of them (47%) were statistically significant and supported the theory, 133 (43%) were statistically non-significant results, and 31 (10%) were statistically significant in the opposite direction to the TCE. David and Han argue that the observed inconsistent result in the different TCE researches may be caused by number of factors, mainly, the model misspecification, the relative validity of the selected constructs (independent and dependant variables), the inadequate operationalization mechanisms, and the relative absence of scope conditions and moderating variables.

In this paper it is claimed that inconsistency of TCE researches results can be also attributed to other factors in addition to the earlier ones listed

above. These factors are resources and capabilities, from a resource-based view (RBV), which can provide a strategic instrument for defining the boundary decision of public assets and firms.

Overview of the Resource-Based View (RBV)

Most researchers and scholars consider Jay Barney as the father of modern resource-based view (RBV). He coined his theory in 1991 based on the assumption that heterogeneity at the firm level among other firms within a certain business environment can drive or cause sustained competitive advantages (SCA) at the firm level. In order to transform a short-run competitive advantage into a sustained competitive advantage (SCA), it requires that resources are heterogeneous in nature and not perfectly mobile (Barney, 1991). He argued that, in RBV, firm resources are assumed to include all assets, capabilities, organizational processes, firm attributes, information, knowledge, etc; controlled by a firm that enable the firm to conceive of and implement strategies that improve its efficiency and effectiveness. Accordingly, in order to maximize the profit return of a firm, the firm's management should emphasize on the strategic dimension of identifying, developing and deploying the firm's resources. For a perfectly competitive strategic factor market for a resource, the price of the resource will be a reflection of the expected discounted future returns (Barney, 1991). The actual measure, according to Barney, upon which a resource can be a source of a competitive advantage, is the difference between the spot price (cost) of the competitive advantage and the future discounted rent gained from strategic resource development. In this context, he argued that a resource can be a source of SCA if it is:

- ***Valuable:*** If the resource enables a value-creating strategy that improves efficiency and effectiveness by outperforming competitors or resolving weaknesses (Barney, 1991).
- ***Rare:*** If a resource is possessed by large number of competitors, then it will not be the source of a SCA. Thus, the resource must be rare in order to be of value.
- ***Inimitable:*** If a valuable resource is controlled by only one firm, it can be a source of a competitive advantage. If competitors are unable to perfectly imitate this strategic asset, then this competitive advantage can be sustained (Barney, 1991).
- ***Non-substitutable:*** If the resource cannot be substituted with another strategically equivalent resource, then it can be a source of a SCA. Barney argues that if competitors are able to counter the value-creation strategy of a firm using a substitute, then the prices of the competitive advantage become equal to the discounted future rents resulting in zero economic profit.

The above Valuable, Rare, Inimitable, and Non-substitutable (VRIN) notion represents the RBV boundary conditions framework introduced by Barney (1991). Accordingly, the RBV framework for SCA can be represented as follow:

1. Identification of potential key organizational resources.
2. Resource assessment based on the VRIN mode.
3. Maintain and protect resources that successfully possess the VRIN

criteria to drive SCA and hence improve organizational efficiency and effectiveness.

The RBV of Economic Governance and Firm Boundary Decision

In RBV, firm's resources, both tangibles and intangibles, are those assets that enable business to exist including capabilities derived within the firm's boundaries (Peteraf, 1993) and improve its efficiency and effectiveness (Barney 1991). As a result, this definition covers tangible resources such as human, financial, and physical capitals as well as intangible resources such as climate, structures, processes, and skills. Heterogeneity in intra-industry firm performance is caused by the fact that firms have different bundles of resources and capabilities (Barney, 1991; Peteraf, 1993). Therefore, VRIN analysis is conducted to assess firm's resources according to the following framework:

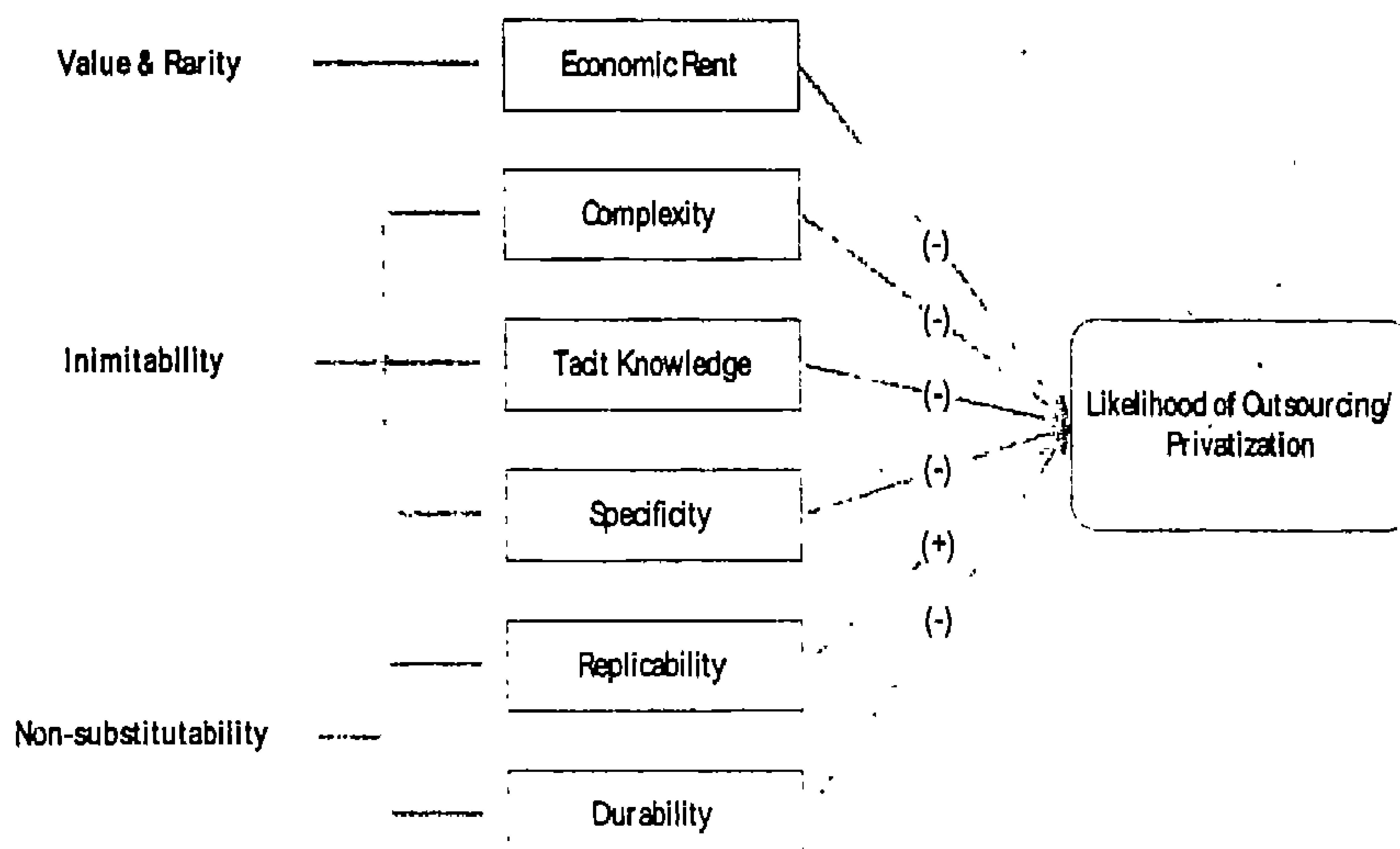


Figure (1): A resource-based model for the boundary decision of outsourcing/privatization

- *Valuable and Rare:* Those resources that cause the firm to earn Ricardian rents[1]. The RBV suggests that valuable and rare resources are maintained within firm's boundaries, and hence the first hypothesis will be:

Hypothesis 1: Resources that contribute more to the value of a product (i.e. increase the economic rent) are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization i.e. the highest likelihood to be insourced.

- *Inimitable:* The key factor, behind sustained rents, is that the efficient resource remains efficient and rare. Thus, efficiency depends on

[1] Reference to *David Ricardo*, who articulated *the Law of Rent* (1809), as one of the earliest clear definition for economic rent (based on agricultural model) which states that the economic rent of a piece of land is equal to the economic advantage obtained from it in its most productive use relative to the advantage of using marginal (poorest and most costly) land for the same purpose under the same conditions (such as labor, capital, etc.).

that other firms do not possess equivalent or superior resources. Therefore, the concept of "isolating mechanisms" (Rumelt, 1984) is introduced to protect the firm from imitation by explaining why and how other firms cannot imitate a resource to the degree that would make them able to compete with the firm possessing the strategic asset (Mahoney and Pandian, 1992). Isolating mechanisms include several forms such as property rights to resources, learning and development, and being resistive to imitation by competitors (Rumelt, 1987) using mechanisms such as causal ambiguity. Causal ambiguity (Peteraf, 1993) is an important factor of inimitability in which the source behind firm's competitive advantage is unknown. Causal ambiguity (Peteraf, 1993) is more likely to happen when the strategic asset is historical condition, knowledge-based or social complexity. A similar understanding of causal ambiguity (Lippman *et al.*, 1982; Rumelt, 1984) refers to the uncertainty regarding the causes of efficiency difference across firms, and is one barrier to the successful imitation of an efficient resource of a firm. Tacitness (knowledge-based), complexity and specificity (e.g., historical reasons) in a firm's skills and resources have been identified as sources of causal ambiguity (Reed *et al.*, 1990). These types of resources are more idiosyncratic in a very distinctive way to the firm that possesses them (Mahoney and Pandian, 1992; Peteraf, 1993). Therefore, the second hypothesis will be:

Hypothesis 2a: Resources that are complex in nature, i.e. imperfectly imitable, are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization i.e. the most likelihood to be insourced.

Hypothesis 2b: Resources that possess tacit knowledge, i.e. imperfectly imitable, are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization i.e. the most likelihood to be insourced.

Hypothesis 2c: The higher the resource specificity, the lower the likelihood for outsourcing or privatization i.e. the higher the likelihood to be insourced.

- ***Non-substitutable:*** The last dimension that derive sustainability of economic rent is that there are no strategically equivalent valuable substitution resources that are themselves rare and inimitable (Barney, 1991). Barney (1991) argues that two valuable firm resources (or two sets of firm resources) are strategically equivalent when each of them can be exploited separately to implement the same strategy. Accordingly, non-substitutability of valuable, rare, and inimitable resources depends on the ability of rivals to replicate a resource by monitoring and analyzing input-output combinations. Thus, a successful substitute would derive the same economic rent as the original resource. In addition, sustainability is determined by the durability of the competitive advantage gained in terms of the rate at which the resource's competitive advantage depreciate or become obsolete. Therefore, the third hypothesis will be:

Hypothesis 3a: Replicable resources are those that have the most likelihood for outsourcing or privatization i.e. the least likelihood to be insourced.

Hypothesis 3b: Durable resources are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization i.e. the most likelihood to be

insourced.

Methodology

Sample and data collection

Phase 1:

- Instrument: Structured interview
- Sample: 5 senior executive from the public business sector companies
- Purpose: to create a clear understanding about how top executives of the public sector perceive firm boundary and what factors may impact the firm boundary decision

Phase 2:

- instrument: Closed-ended survey
- Sample: 32 senior executive including the 8 heads of the 8 companies plus three randomly selected senior executives (at least general managers) from each company.
- Purpose: to collect the primary data used to empirically test the research hypotheses.

Measurement of dependant variable:

Resource outsourcing/privatizing

- Operationalization: by questioning the extent to which the resource is outsourced/privatized as a percentage value.
- Scale: binary scaled with value equal "1" if the resource is outsourced/privatized and equal "0" if insourced, i.e., for percentage of outsourcing = 0 - 50%, construct value = 0, and for percentage of outsourcing = 51-100%, construct value = 1.
- The measure percentage of outsourcing is bi-modal, with 86% of resources being insourced, 8% being completely outsourced (privatized), and 6% being partially outsourced/privatized.

Measurements of independent variables:

Value and rarity

The value and rarity of a resource is operationalized on multiple dimensions extended beyond the return of the economic rent of the resource. Thus, the value and rarity of a given resource is comprised of a three-item scale with a coefficient alpha of 0.755. The scale assesses the value and rarity contribution of a given resource based on:

1. The extent to which the resource contributes to performance of the firm
2. The extent to which it is considered as a strategic asset to the firm
3. The extent to which a satisfactory alternative resource may exist
4. The extent to which the resource helps the firm differentiates its products and services

Inimitability

Inimitability was operationalized through four items, and has three dimensions. The first two dimensions of inimitability represent sources of causal ambiguity of the given resource. Complexity is the first measure of causal ambiguity and is a scale comprised of two items. The first item measures complexity simply by asking respondents if they considered the

resource is complex, while the second item measures whether the resource is comprised of several different skills and technologies. The greater the number of different skills and technologies embedded in the resource, the more it would be considered complex. Resource complexity had an alpha of 0.70.

The second dimension of causal ambiguity is the tacit knowledge of the resource. The item representing this dimension measures the level of know-how and knowledge that is not documented and present in the minds of employees only.

The third dimension of inimitability is the specificity of the resource. The more specific characteristics the resource holds, the higher the barrier for imitation.

Non-substitutability

Non-substitutability is operationalized through two items representing its two dimensions. The first dimension of non-substitutability is the ease with which the resource can be replicated based on the final output. The easier it is to replicate a resource, the lower the possibility to substitute it.

The second dimension of non-substitutability is durability. The item representing this dimension is the measure of the rate at which the resource depreciates or becomes obsolete.

Table 1: Dependent and Independent Variables Summery
1. **Dependent Variable:** ***Resource outsourcing/privatizing*** Percentage of outsourcing (binary; 0-50% = 0, 51-100% = 1)
2. **Independent Variables** ***Value and rarity (α=0.755)*** • Contribution to performance • Considered as a strategic asset • Possibility of alternative • Product /service differentiation ***Inimitability*** • Complexity (α=0,703) • Tacit knowledge (α=0,519) • Specificity (α=0,773) ***Non-substitutability*** • Replicability (α=0.476) • Durability (α=0.802)

Results

A logistic regression analysis using the logit function model is conducted for three models. Since the logit function is used to estimate the effects of the theoretical covariates on the likelihood of outsourcing/privatizing a resource. Thus, a positive coefficient indicates that the variable is positively related to the likelihood of outsourcing. The results are reported for the three different models in order to illustrate the consistency of estimate results across different specifications. It is found that 42% of the resources which are present in the sample are outsourced, and the remaining 58%

completely insourced.

Model 1:

This is the base model that includes only measure of "value and rarity". The coefficient of the "value and rarity" measure is negative and highly significant, providing support for hypothesis 1 and indicating that as the "value and rarity" contribution to resource increases, the likelihood of it being outsourced decreases.

Model 2:

In model 2, the measures of the three constructs of inimitability are added to the measure of "value and rarity" (model 1). The coefficients of the three constructs of inimitability are negative. The complexity and the specificity constructs are significant ($p<0.05$), providing support for hypotheses 2a and 2c. Therefore, complex resources and resources that have specific characteristics are those that have the lowest possibility of being outsourced or privatized. It is noticeable that the tacit knowledge construct is weakly significant ($p<0.1$).

Model 3:

In the last model, the two construct of non-substitutability are introduced in addition to model 2. The coefficients of the two constructs of the non-substitutability are negative. The durability is significant ($p<0.05$) providing support for hypothesis 3c. Accordingly, a resource that is durable is mostly a non-substitutable resource and thus has the least likelihood of being outsourced or privatized. It is also noticeable that the replicability construct is weakly significant ($p<0.1$).

Conclusion

The strength of the effects of the estimated coefficients across the different model specifications suggests that the RBV substantially influence the public assets' decision of keep/insource vs. outsource/privatize decision. That can be perceived through the strong support for the role of the RBV in the public firms' boundary decision across the different model specifications. Thus it can be concluded that resources that are valuable, rare, inimitable and non-substitutable are more likely to be retained with in a public firms boundaries than to be outsourced or privatized.

Possible Future Extensions

In order to further the research model, it would be of value to:

1. Introduce the Porter's value chain analysis model to analyze the complete value-chain of a product and to investigate the area of primary experience and strength to the firm by applying the RBV along the chain to identify the ***center of gravity*** of the firm. The firm's center of gravity (resource) is the part of the value-chain that is most important to the firm and the point where its greatest expertise and capabilities (i.e. its core competencies) lie. Accordingly, the RBV can be used to assess the economic governance of the possible vertical integrations and hence the outsourcing/privatizing decision. Thus, the RBV will be the determinant of the industry boundary decision for the public firms.
2. Introduce the 5 forces of Porter's model for industry analysis;

i. Threat of new entrant

ii. Rivalry Among Existing Firms

iii. Threat of Substitute Products or Service
iv. Bargaining Power of Buyers
v. Bargaining Power of Suppliers

These constructs can represent the modeled moderating factors of the research model in order to realize the industry impact on the outsourcing/privatizing decision. This would increase the realism and the practicality of the research model and thus produces more accurate results.

3. Sample selection and representation can be also improved by suggesting a specific business industry and limit selection of participants to this industry. In addition, a more focused and structured selection of participants would allow grouping of participants in order to test the model across different specifications of firms. For instant, examining two groups; one represents the completely insourced firms and the other represents the partially outsourced/privatized firms would lead to a more accurate results in testing the research model

References

- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management, 17,* 99–120.
- Barney J. B. (1999). How a Firm's Capabilities Affect Boundary Decisions. *Sloan Management Review* 40(3): 137-146
- Barney, J. B. (2001). Resource-based *theories* of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of Management, 6,* 643–650.
- Barney, J. B. (2001). Is the resource-based "view" a useful perspective for strategic management research? Yes. *Academy of Management Review, 26,* 1, 41–56.
- Castanias, R., & Helfat, C. (1991). Managerial resources and rents. *Journal of Management, 17,* 1, 155–172.
- Castanias, R., & Helfat, C. (2001). The managerial rents model: Theory and empirical analysis. *Journal of Management, 6,* 661–678.
- Chandler A., Hikino T. 1990. *Scale and Scope: the Dynamics of Industrial Capitalism*. Belknap
- Coase R. H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica* 4(16): 386-405
- Coff, R. (1999). When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science, 10* (2), 119–133.
- Conner, K. (1991). Historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: Do we have a new theory of the firm? *Journal of Management, 17,* 1, 121–154.
- David R. J., Han S. K. (2004). A Systematic Assessment of the Empirical Support for Transaction Cost Economics. *Strategic Management Journal* 25(1): 39-58
- Eisenhardt, K. M., & Martin, J. A. (2000). Dynamic capabilities: What are they? *Strategic Management Journal,21* (10–11), 1105–1121.
- Fiol, M. (1991). Managing culture as a competitive resource: An identity-based view of sustainable competitive advantage. *Journal of*

Management, 17, 1, 191–211.

- Fiol, M. (2001). Revisiting an identity-based view of sustainable competitive advantage. *Journal of Management, 6,* 691–699.
- Franklin, S., Lockett, A., & Wright, M. (2001). Academic and surrogate entrepreneurs in university spin-out companies. *Journal of Technology Transfer, 26* (1–2), 127–141.
- Grossman S. J., Hart O. D. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *The Journal of Political Economy* 94(4): 691-719.
- Lippman, S.A.; Rumelt, D.P., (1982), Uncertain Imitability: An Analysis of Interfirm Differences in Efficiency Under Competition. The Bell Journal of Economics; 13, (2), pp.418–438.
- Mahoney, J.T.; Pandian, J.R. (1992), The Resource-Based View Within the Conversation of Strategic Management. Strategic Management Journal; 15, (5), pp. 363–380.
- Mahoney, J. (2001). A resource-based theory of sustainable rents. *Journal of Management, 6,* 651–660.
- Peteraf M. A. (1993). The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View. *Strategic Management Journal* 14(3): 179-191 .
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: a resource dependence perspective.* New York: Harper & Row.
- Priem, R., & Butler, J. (2001). Is the resource-based "view" a useful perspective for strategic management research? *Academy of Management Review, 26* (1), 22–40.
- Reed, Richard and Robert J. DeFillippi. (1990). "Causal ambiguity, barriers to imitation and sustainable competitive advan-tage." Academy of Management Review. 15 (January): 88-102.
- Rumelt R. P. (1984). Towards a Strategic Theory of the Firm. 556-570.
- Rumelt R. P. (1987). Theory, Strategy, and Entrepreneurship. In D Teece (Ed.), *The Competitive Challenge*: 137-158. Ballinger: Cambridge, MA.
- Williamson O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. The Free Press: New York.
- Williamson O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism.* Free Press: New York.
- Williamson, O. E. and S. E. Masten (1995). Transaction Cost Economics, Theory and Concepts, Edward Elgar Publishing Limited.

تقييم كفاءة صناديق الاستثمار

فى تخصيص الموارد بالبورصة المصرية

دكتور مصطفى النشرتى

أستاذ الاقتصاد المساعد

وكيل كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة مصر للعلوم والتكنولوجيا

مقــدمـــة

يعتبر رفع معدلات النمو الاقتصادي من أهم أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي فى مصر، ويتوقف تحقيق هذا الهدف على حجم وكفاءة الاستثمارات، حيث يعد تخصص الموارد الاستثمارية فى القطاعات والأنشطة الإقتصادية المختلفة هو العامل الحاسم فى تحديد معدل النمو الاقتصادي.

تعتبر قضية توفير الموارد المالية اللازمة لرفع معدلات الاستثمار وتحقيق كفاءة تخصيص تلك الموارد بين الأنشطة الاقتصادية المختلفة، إحدى القضايا التي حظيت باهتمام كبير خلال الربع الأخير من القرن العشرين، وفى البداية ركزت الدراسات الاقتصادية على الدور الهام الذي يلعبه القطاع المالي فى تعبئة المدخرات وتوفير التمويل اللازم للنمو الاقتصادي فى كل من انجلترا وفرنسا وألمانيا ثم اليابان.

أهمية البحث:

وتعتبر صناديق الاستثمار المالية محور النشاط الاستثمارى حيث تربط تلك الصناديق بين قطاعات الإدخار وقطاعات الاستثمار، حيث تؤمن تلك الصناديق الأصول المالية لقطاعات الإدخار، كما توفر تلك الصناديق الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات، لذلك ينبغي تحديث صناديق الاستثمار لتقوم بدورها المنشود في تخصيص الموارد فى أسواق الأوراق المالية في الدول النامية التي تعاني من إنخفاض الدخل القومي وإنخفاض حجم الإدخار وعجز الطرق التقليدية عن تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الجيدة.

والسؤال الرئيسي المطروح الآن هو إلى أي مدى يمكن لصناديق الاستثمار فى مصر أن تقوم بكفاءة بدورها المنشود فى تخصيص الموارد، فى ظل القصور الحالي فى الموارد اللازمة لتمويل التنمية وإنخفاض معدل الإدخار.

أهداف البحث:

يمكن تحديد الهدف من البحث فيما يلى:

١) الكشف عن خصائص صناديق الاستثمار وأهدافها وأنواعها والتحديات التى تواجهها.

٢) الكشف عن دور صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات.

٣) تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار وتحديد الأهداف الرئيسية للسياسة الاستثمارية وتقييم السياسات الاستثمارية فى صناديق الاستثمار المختلفة.

٤) الكشف عن العوامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد بالبورصة المصرية.

مشكلة البحث:

تتأثر قدرة صناديق الاستثمار على تخصيص الموارد فى البورصة المصرية بتوافر الطلب على وثائق الاستثمار التى تصدرها تلك الصناديق عند قيام بدورها المنشود فى تعبئة المدخرات، كما تتأثر أيضاً بتوافر المعروض من الأوراق المالية فى البورصة المصرية، حيث تؤثر كفاءة البورصة على قدرة صناديق الاستثمار على القيام بدورها المنشود فى تخصيص الموارد المالية فى الاستثمارات الأكثر كفاءة.

الأمر الذى أدى إلى طرح عدد من التساؤلات على النحو التالى:

(١) ما هى المتغيرات البيئية الخارجية المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد.

(٢) ما هى المتغيرات البيئية الداخلية المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد.

ويمكن تحديد مشكلة البحث أن كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد تتأثر بدرجة كفاءة البورصة المصرية، والمطلوب من صناديق الاستثمار رسم سياستها الاستثمارية وتنفيذها فى ضوء مؤشرات تقييم كفاءة البورصة المصرية.

حدود البحث:

يمكن حصر حدود البحث فى النقاط التالية:

(١) يتجه البحث إلى دراسة الصناديق المفتوحة وبصفة خاصة صناديق النمو الرأسمالى وصناديق العائد الدورى وصناديق العائد والنمو الرأسمالى ولا تمتد إلى صناديق الاستثمار المغلقة.

(٢) يغطى البحث الفترة من ٢٠٠٢ – ٢٠٠٧ بإعتبار سنة ٢٠٠٢ سنة الأساس.

(٣) فيما يتعلق بالسياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار يقتصر التحليل على عدد (٩) صناديق إستثمار مفتوحة.

(٤) فيما يتعلق بدور صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات يقتصر التحليل على عدد (٩) صناديق استثمار مفتوحة.

فروض البحث:

قام الباحث من أجل تحقيق أهداف البحث بإختبار مدى صحة أو خطأ الفروض التالية:

الفرض الأول: أن كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد تتأثر بمجموعة من المتغيرات البيئة الداخلية التى ترتبط بالجوانب الإدارية لعملية الاستثمار فى صناديق الاستثمار بصفة عامة والأساليب المستخدمة فى إدارة محفظة الاستثمار بصفة خاصة.

الفرض الثانى: أن كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد تتأثر بمجموعة من المتغيرات البيئة الخارجية التى ترتبط بدرجة كفاءة البورصة المصرية.

أسلوب البحث:

تتضمن هذه الدراسة جمع وتحليل المعلومات المتعلقة بالأنشطة الاستثمارية لصناديق الاستثمار فى مصر، وقد تم تجميع هذه البيانات من عدة مصادر أهمها التقارير المنشورة عن البورصة المصرية والقوائم المالية لصناديق الاستثمار فى مصر.

إعتمدت الدراسة على البحوث التى لها علاقة بموضوع البحث فضلاً عن المراجع والدوريات العلمية المتخصصة.

خطة البحث:

تهدف خطة البحث إلى وضع تصور أو مفهوم نظرى لدور صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد بالبورصة المصرية، بكافة أبعاده ومتغيراته من مفاهيم ومعطيات وفروض يقدم لنا تفسير واضح لواقع صناديق الاستثمار، ويمكننا من إستخلاص النتائج ويسمح لنا بالتنبؤ بالمستقبل.

وعلى ضوء أهمية البحث وأسلوبه ومنهجه تناولت هذه الدراسة الموضوعات التالية:

(١) يناقش المبحث الأول خصائص صناديق الاستثمار وطبيعتها وأهدافها ليتسنى لنا التعرف على أنواع تلك الصناديق والكشف عن التحديات التى تواجه نشاط تلك الصناديق.

(٢) يناقش المبحث الثانى دور صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات ليتسنى لنا التعرف على مزايا تلك الصناديق بالنسبة للمدخرين وضوابط حماية أصحاب وثائق الاستثمار، ودور كل من صناديق العائد الدورى وصناديق العائد والنمو الرأسمالى وصناديق النمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات.

(٣) يناقش المبحث الثالث تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار بهدف التعرف على خصائص السياسة الاستثمارية لكل من صناديق العائد والنمو الرأسمالى وصناديق العائد الدورى وصناديق النمو الرأسمالى.

(٤) يناقش المبحث الرابع العوامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد ليتسنى لنا التعرف على تأثير كما من زيادة حجم الإصدارات وزيادة القيمة السوقية للأسهم وزيادة الاستثمار الأجنبى غير المباشر وزيادة حجم سوق التداول وزيادة سيولة سوق التداول ومدى كفاءة التسعير فى البورصة بالإضافة إلى تأثير إرتفاع درجة التركيز فى البورصة.

المبحث الأول
أهمية صناديق الاستثمار وخصائصها وأنواعها

إذا رغب المدخر فى إستثمار أمواله في الأوراق المالية لابد أن يتوافر له الخبرة والمعرفة الفنية لتكوين محفظة مالية تتسم بالكفاءة، ويقصد بالمحفظة المالية الكفء تلك المحفظة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات التي تعطى أعلى عائد لدرجة مخاطر معينة محسوبة، أو التي تعطى نفس العائد لدرجة مخاطر محسوبة أقل، تكوين مثل هذه المحفظة ليس بالأمر السهل إذ

يتطلب الأمر توافر قدر عال من التعليم المتخصص والخبرة فى القائمين بإدارة تلــك المحفظــة، بالإضافة إلى ضرورة توافر الوقت الكافى لمتابعة السوق، وأيضاً ضرورة توافر القدر الملائــم من الأموال لتوفير الحد الأدنى من التمويل اللازم.

ولذا فإنه يمكن التغلب على هذه المشاكل والصعاب عن طريق صندوق الاستثمار الذي يقوم بتجميع المدخرات من الأفراد والشركات ذات الفوائض المالية بكميات كبيرة والقيام باستثمار هذه المدخرات، وفقاً لشروط وقواعد معينة – فى الأوراق الماليــة لتحقيــق أهــداف محــددة لهــذا الصندوق، وذلك كله بواسطة إدارة محترفة – يتم تأجير خدماتها – تسمى (مدير الاستثمار) ومن خلال صناديق الاستثمار يتم تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات مقابل إعطائها أوراقــاً ماليــة تسمى وثائق الاستثمار، ويقوم هذا الصندوق بتأجير خدمات جهة محترفة تسمى (مدير الاستثمار) الذي يقوم بتكوين وإدارة محفظة مالية مكونة من أوراق مالية مقابل مبالغ معينة تســمى أتعــاب إدارة، لتحقيق عوائد معينة للصندوق يشارك فى إقتسامها مع أصحاب حملة الوثائق وذلك وفقــاً لشروط تعاقدية وقانونية معينة.

أولاً: خصائص صناديق الاستثمار

تلعب صناديق الاستثمار دوراً رئيسياً فى الاقتصاد القومي سواء على مستوى سوق الإصدار أو سوق التداول حيث تهدف تلك الصناديق إلى تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات وإعادة استثمارها فى الأوراق المالية لما لها من خبرة ومعرفة فى مجال إدارة المحافظ المالية وتســتفيد تلك الصناديق من الأرباح المتحققة حيث يتم توزيع تلك الأرباح بينها وبين المدخرين. [١]

يمكن تلخيص السمات أو الخصائص الرئيسية لصناديق الاستثمار فى مصر وفقاً لقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية فيما يلي:[٢]

١) أن يأخذ صندوق الاستثمار شكل "شركة مساهمة مصرية" برأسمال مدفوع بالكامل.

٢) تكون أغلبية مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين أو المتعاقدين معــه أو ممــن تربطهم به علاقة أو مصلحة.

٣) أن تتولى إدارة الصندوق إحدى الجهات المتخصصة فى إدارة صناديق الاستثمار يطلق على هذه الجهة أسم "مدير الاستثمار" تتوافر فيها شروط قانونية معينة.

٤) أن يكون مجال الاستثمار الرئيسي للصندوق هــو الأوراق الماليــة حيــث لا يجــوز للصندوق مزاولة أية أعمال مصرفية أو المضاربة فى العملات أو المعادن النفيسة وغيرها مــن مجالات الاستثمار.

٥) يمكن للصندوق أن تشتمل مصادر تمويله – بالإضــافة إلــى رأس المــال المــدفوع للصندوق وإجمالي وثائق الاستثمار – على القروض بشرط ألا تتجاوز قيمة تلك القروض عــن ١٠% من قيمة الوثائق القائمة، على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحــتفظ لديه الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها.

٦) يقوم صندوق الاستثمار بالاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها لدى أحــد البنوك الخاضعة لأشراف البنك المركزي المصري.

٧) يقوم صندوق الاستثمار مقابل أموال المستثمرين المجمعة لديه بإصدار أوراق مالية فى صورة (وثائق استثمار) أسمية بقيمة واحدة وتخول هذه الوثائق للمستثمرين حقوقاً متساوية قبل الصندوق ويكون لحامليها حق الاشتراك فى الأرباح والخسائر الناتجة عن إستثمارات الصندوق بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع التي تبنيها نشرة الاكتتاب للصندوق.

٨) لا يجوز للصندوق إصدار وثائق إستثمار لحاملها. إلا وفقاً للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال فى كل حالة على حدة وبشرط إلا يزيد عدد هذه الوثائق على ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة.

٩) الحد الأدنى للقيمة الاسمية لوثيقة الاستثمار عند الإصدار هو عشرة جنيهات والحد الأقصى هو ألف جنيه ويحدد الصندوق القيمة الاسمية فى ضوء هذه الحدود.

١٠) ينقضى الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى ٥٠% من إجمالي عدد الوثائق المكتتب فيها، ما لم يقرر أغلبية حمله الوثائق إستمرار نشاطه فى إجتماع تدعو إليه الشركة ويحضره ممثل عن الهيئة العامة لسوق المال.. وينقضي الصندوق فى جميع الأحوال إذ انخفض عدد الوثائق عن ٢٥% من العدد المكتتب فيه.

١١) يمكن أن يتم الاكتتاب فى وثائق الاستثمار التي تصدرها عن طريق الاكتتاب العام أو الاكتتاب المغلق.

١٢) الحد الأدنى لرأسمال شركة صندوق الاستثمار سواء كان ذلك الصندوق صندوق عام أو صندوق تابع لأحد البنوك أو شركات التأمين خمسة ملايين جنيه.

ثانياً: أهداف صناديق الاستثمار

الهدف الرئيسي لصناديق الاستثمار هو تعبئة المدخرات وإستثمارها فى الأوراق المالية، وهناك العديد من الأهداف التي تسعى صناديق الاستثمار إلى تحقيقها، ويمكن حصر أهم تلك الأهداف فيما يلي:[٣]

١) تدوير محافظ الأوراق المالية للصندوق بهدف تحقيق ربحية عالية للصندوق وكذلك زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها الصندوق.

٢) تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجالات الاستثمار الجيدة، الأمر الذي يؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة فاعليتها، حيث يتيح صندوق الاستثمار لصغار المدخرين الفرصة للتعامل مع سوق الأوراق المالية.

٣) توفير منابع إستثمارى جيد يشجع طوائف عديدة من المدخرين على إستثمار أموالهم فى الأوراق المالية.

٤) تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد مجالات الاستثمار، وكلما زادت رغبة الصندوق فى تحقيق ربح مرتفع كلما زادت درجة تقبل الصندوق للمخاطر، وكلما توزعت أوراقه وتنوعت بين أسهم شركات وسندات وأذون خزانة كلما أمكن تقليل المخاطر.

ثالثاً: التحديات التي تواجه صناديق الاستثمار فى مصر

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم المؤسسات المالية التي تجذب صغار المدخرين بصورة غير

مباشرة إلى الاستثمار فى الأوراق المالية، وتواجه صناديق الاستثمار فى مصر العديد من التحديات من أهمها ما يلي:(٤)

١) التقلب فى أسعار وثائق صناديق الاستثمار هو محصلة لتقلبات أسعار الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية، وعندما ترتفع أسعار الأوراق المالية فى البورصة يحدث ارتفاع فى قيمة وثائق صناديق الاستثمار والعكس صحيح، وتزداد المشكلة عندما لا تتوافر معلومات تساعد على التنبؤ بالأسعار فى البورصة.

٢) عدد الأسهم الجيدة التي تجذب صناديق الاستثمار في مصر محدودة نسبيا مقارنة بعدد الأسهم والسندات فى الأسواق المالية الدولية وهذه الظاهرة من شأنها أن تؤدى إلى ضيق المساحة التي يتحرك فيها مدير الإستثمار لبناء محفظة متنوعة.

٣) النقص الشديد فى الأدوات المتاحة لإدارة المخاطر، حيث لا يكفي التنوع فى مكونات المحفظة للحد من تقلبات عائد الاستثمار فى صناديق الاستثمار.

رابعاً: طبيعة صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم المؤسسات المالية التي ظهرت حديثاً فى مصر وتتولى تلك الصناديق تجميع المدخرات الخاصة بصغار المستثمرين، ثم تقوم بإدارة عمليات إستثمار هذه الأموال، وتقوم تلك الصناديق بتوفير الإدارة المتخصصة فى عمليات الاستثمار التي تتوافر لديها الوقت والخبرة والمعرفة اللازمة لإدارة عمليات الاستثمار، وتمكن تلك الصناديق المستثمر الصغير من الدخول فى مجال الاستثمار، حيث تنوب تلك الصناديق عن المستثمر الصغير الذي لا يجد الوقت أو الخبرة لإدارة عمليات الاستثمار الخاصة به.(٥)

تتولى صناديق الاستثمار تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، وتتعاقد مع جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض إستثمار هذه المدخرات فى الأوراق المالية لصالح المدخرين والمستثمرين معاً، وبالتالي تعتبر صناديق الاستثمار مؤسسات مالية وسيطة تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وإستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة فى إدارة المحافظ المالية وفقاً لرغبات المستثمرين وإحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر. (٦)

خامساً: تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للهدف

تتعدد أنواع صناديق الإستثمار وفقاً للهدف من تكوين صناديق الاستثمار، لتتلاءم مع رغبات وإحتياجات المدخرين ومع تفضيلاتهم الزمنية للنقود، وتهدف صناديق الاستثمار الموجودة مصر إلى تحقيق عائد دورى أو تحقيق عائد دورى ونمو رأسمالي (عائد تراكمي) أو تحقيق نمو رأسمالي مع توزيع عائد أو منح أو جوائز بعد بلوغ القيمة السوقية للوثيقة حد معين.

ويمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للهدف من تأسيسها إلى صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت وصناديق الاستثمار ذات الدخل المتغير وصناديق النمو الرأسمالي بالإضافة إلى الصناديق ذات الأهداف المزدوجة.

(١) صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت

تهدف صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت إلى تحقيق عائد على وثيقة الاستثمار من العائد

المحقق من وديعة مصرفية بنفس الأجل وبالتالي يكون الهدف هو تحقيق دخل ثابت أو محدد بصرف النظر عن نمو رأس المال، وتقتصر إستثمارات تلك الصناديق على السندات وأدوات المديونية الأخرى، وتتميز تلك الصناديق بأنها تحقق دخلاً من ناحية مع الإحتفاظ بقيمة رأس المال ضد التضخم، إلا أن العائد من هذا الصندوق يتعرض لتقلبات أسعار الفائدة، فإذا إنخفضت أسعار الفائدة إرتفعت قيمة السند والعكس صحيح، وتعتبر صناديق الدخل الثابت أحد أنواع صناديق الاستثمار فى السندات. (٧)

(٢) صناديق الاستثمار ذات الدخل المتغير

تهدف تلك الصناديق إلى الحصول على عائد مرتفع وعادة ما يتجه تشكيل محفظة الأوراق المالية بهذه الصناديق إلى الأسهم، وتقوم تلك الصناديق بتملك نسبة من أسهم الشركات المختلفة والمتاجرة فى الأسهم لتحقيق عائد مرتفع، وبالتالي تتعرض تلك الصناديق لمخاطر مرتفعة نظراً لطبيعة الاستثمار فى الأسهم، ويتحقق العائد على الاستثمار فى تلك الصناديق من توزيعات الأرباح السنوية للأسهم والزيادة الرأسمالية فى قيمة السهم.

(٣) صناديق النمو الرأسمالي

تهدف صناديق النمو إلى تحقيق تحسن فى القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق لذلك تشمل محفظة صناديق النمو الرأسمالى على أسهم عادية لشركات تتسم بدرجة عالية من النمو، حيث تظهر سجلاتها نمواً مضطرا فى المبيعات وبالتالى زيادة الأرباح المحتجزة، تنعكس أثارها على القيمة السوقية للسهم وعادة تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد الاستثمار فى تغطية نفقات المعيشة. (٨)

(٤) الصناديق ذات الأهداف المزدوجة

تستطيع الصناديق ذات الأهداف المزدوجة تلبية احتياجات المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من إستثماراتهم ربما لاعتمادهم على ذلك الدخل في تغطية أعباء معيشتهم، وإدارة هذا النوع من صناديق تواجه نوع من تعارض الأهداف لان السياسة الإدارية التي تهدف إلى تعظيم العائد المتولد تترك أثر عكسياً على هدف تحقيق الربح الرأسمالي والعكس صحيح. (٩)

وهذا النوع من الصناديق تهدف إلى توزيع المخاطر مع تحقيق الربحية، ومن ثم فإنه يقوم بالاستثمار فى مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية مثل السندات والأسهم وأذون الخزانة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية، وتتفق أهداف تلك الصناديق مع أهداف صغار المستثمرين الذين يرغبون فى تحقيق ربحية عالية مع نمو رأسمالي طويل الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة.(١٠)

سادساً: تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لجهة التأسيس

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من صناديق الاستثمار فى مصر وفقاً لجهة التأسيس والنوع وهى صناديق الاستثمار العامة التي يكون شكلها القانوني شركة مساهمة مصرية، والنوع الثاني هو صناديق الاستثمار التي تؤسسها البنوك وشركات التأمين، والنوع الثالث هو صناديق الاستثمار المباشر. ويوضح الجدول رقم (١) مجالات التفرقة بين صناديق الاستثمار المختلفة.

جدول رقم (١) مجالات التفرقة بين صناديق الاستثمار المختلفة

مجالات التفرقة	صناديق الشركات	صناديق البنوك وشركات التأمين	صناديق الاستثمار المباشر
رأس المال	خمسة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل	خمسة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل	عشرة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل
الشكل القانونى	شركة مساهمة (صندوق مغلق)	أحد أنشطة البنوك أو شركات التأمين (صندوق مفتوح)	شركة مساهمة (صندوق مغلق)
أموال المستثمرين	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية تتخذ شكل وثائق استثمار تطرح للاكتتاب العام أو المغلق	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية تتخذ شكل وثائق استثمار تطرح للاكتتاب العام أو المغلق	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية تتخذ شكل وثائق استثمار يتم تغطيتها عن غير طريق الاكتتاب العام
الحد الأقصى للأموال المستثمرة	عشرة أمثال رأس المال المدفوع	عشرون مثل المبلغ المخصص لمزاولة النشاط	عشرة أمثال رأس المال المدفوع
مدير الصندوق	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة متخصصة فى إدارة صناديق الاستثمار (مدير استثمار)	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة متخصصة فى إدارة صناديق الاستثمار (مدير استثمار)	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة متخصصة فى إدارة صناديق الاستثمار (مدير الاستثمار)
السياسة الاستثمارية	يستثمر الصندوق فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بالشروط التالية: - ألا تزيد النسبة المشتراة من الأوراق المالية لشركة واحدة عن ١٠% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركات. - ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن ١٠% من أمواله وبما لا يجاوز ٥% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.	يستثمر الصندوق فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بالشروط التالية: - ألا تزيد النسبة المشتراة من الأوراق المالية لشركة واحدة عن ١٠% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركات. - لا يجوز للصندوق استثمار أمواله فى صناديق الاستثمار الأخرى.	يجوز للصندوق الاستثمار فى الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة بالبورصة بالشروط التالية: - ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى أوراق مالية لشركة واحدة على ٢٥% من أموال الصندوق.
القيد بالبورصة واسترداد الوثيقة	يتم قيد وتداول وثائق الاستثمار بالبورصة	لا تقيد ولا تتداول وثائق الاستثمار بالبورصة، وإنما يتم استرداد قيمتها من خلال الصندوق	- لا يجوز استرداد وثيقة الاستثمار قبل انقضاء المدة. - يتم قيد وتداول وثائق الاستثمار بالبورصة.

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال: صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص ٢٦-٢٧

(١) صناديق الاستثمار العامة

وهو ما يمكن أن يطلق عليه صناديق الاستثمار العامة أو صناديق الاستثمار المغلقة وفى هذا النوع من الصناديق يتم تأسيس شركة مساهمة – سواء كانت شركة مساهمة إكتتاب عام أو شركة مغلقة تقوم بإنشاء صندوق للاستثمار يتم من خلاله تجميع أموال المستثمرين بحيث يكون الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب فيها وإصدار وثائق مقابلها لا يجاوز عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع، فمثلاً إذا كان رأسمال الصندوق المدفوع، خمسة ملايين جنيه فإن الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب فيها وإصدار وثائق استثمار مقابلها هو خمسون مليون جنيه.

هذا ويتم قيد وتداول وثائق هذا النوع من صناديق الاستثمار فى بورصات الأوراق المالية، وإذا تضمنت نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار لهذا النوع من الصناديق حق صاحب الوثيقة فى إسترداد قيمتها قبل إنقضاء مدتها ترد إليه القيمة الصادر بها الوثيقة أو قيمة أخر سعر إقفال لها في البورصة أيهما أقل، ولا يجوز للصندوق إصدار وثائق بديلة لتلك التي يتم إسترداد قيمته، وتلتزم صناديق الاستثمار العامة الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي.. وبشرط ألا يكون هذا البنك مساهماً فى الشركة التي تمتلك الصندوق أو الشركة التي تتولى إدارة نشاط الصندوق.

(٢) صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين

يمكن للبنوك وشركات التأمين تأسيس صناديق استثمار تابعة لها يطلق عليها صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ومن أهم خصائص هذا النوع من الصناديق ما يلي:

١) أن يؤسس صندوق الاستثمار إحدى البنوك أو شركات التأمين.

٢) يكون البنك أو شركة التأمين التي أسست الصندوق مسئول عن سوء إدارة الجهة التي تتولى إدارة الصندوق (أي مدير الاستثمار) التي تؤدى إلى الإضرار بالصندوق.

٣) لا يجوز قيد أو تداول وثائق استثمار هذه النوعية من الصناديق فى بورصات الأوراق المالية ويحدد نظام الصندوق كيفية إسترداد الوثائق أو إعادة إصدارها.

٤) تتحدد القيمة الإستردادية للوثيقة على أساس نصيبها فى صافى قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من إسبوع الإسترداد.

٥) يجب ألا يقل المبلغ المخصص لمزاولة هذا النوع من الصناديق عن خمسة ملايين جنيه والحد الأقصى لأموال المستثمرين التي يمكن إصدار وثائق استثمار مقابلها (عشرين مثل رأس المالى البالغ خمسة ملايين جنيه) فإن وثائق الاستثمار التي يمكن أن يصدرها الصندوق بما يعادل مائة مليون جنيه وتشمل تلك الوثائق المبلغ المخصص لمزاولة النشاط من قبل البنك أو شركة التأمين.

٦) يجوز لهذا النوع من الصناديق إصدار وثائق بديلة للوثائق التي ترد قيمتها وفقاً لنظام الصندوق وفى حدود الحد الأقصى المرخص به.

٧) لا يجوز لهذا النوع من الصناديق إستثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى المنشأة بأي منها أو فى صناديق الاستثمار التي تنشئها أو تساهم فيها بنوك أو شركات يساهم فيها

ذات البنك أو شركة التأمين.

٨) تكون أموال الصندوق وإستثماراته وأنشطته مفرزة عن أموال البنك أو شركة التأمين ويكون للصندوق حساباته المستقلة.

٩) يمكن للبنك المنشئ للصندوق أن يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق أو يتم الاحتفاظ بهذه الأوراق لدى أي بنك من البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري.

١٠) يتم نشر ملخص واف للتقارير النصف سنوية والقوائم المالية السنوية للصندوق في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار إحداها على الأقل باللغة العربية.

(٣) صناديق الاستثمار المباشر

يعتبر صندوق الاستثمار المباشر أداة مالية لتجميع وإدارة أموال عدد من المستثمرين بواسطة إدارة محترفة وهى متشابهة مع صناديق الاستثمار الأخرى العادية السابق مناقشتها، إلا أن صناديق الاستثمار المباشر تختلف فى أن المديرين المحترفين المتخصصين فى إداراتها يفوضون من قبل المستثمرين فى إستثمار أموالهم المجمعة فى شراء أوراق مالية لشركات مقيدة أو غير مقيدة فى بورصة الأوراق المالية، فى حين يقتصر نشاط الصناديق الأخرى على إستثمار أموالها فى أوراق الشركات المقيدة فى البورصة فقط.

صناديق الإستثمار المباشرة عبارة عن مؤسسات مالية لتجميع وإدارة أموال عدد من المستثمرين، حيث تقوم هذه الصناديق باستثمار أموالها فى الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة فى البورصة، وكذلك فى الشركات التي تحتاج إعادة الهيكلة المالية والتشغيلية وذلك بغرض تحقيق فائض قيمة مرتفع فى المستقبل، خاصة إذا تم إدراج هذه الشركات فى البورصة ويصدر صندوق الاستثمار المباشر أوراق مالية مقابل الأموال التي يتلقاها من المستثمرين تسمى وثائق الاستثمار.[١١]

وبناء على ذلك تهدف صناديق الاستثمار المباشر فى إستثمار أموالها المجتمعة فى الأوراق المالية للشركات المقيدة أو غير المقيدة فى بورصة الأوراق المالية فى المرحلة الأولى لها، بالإضافة إلى الاستثمار فى الشركات التي تحتاج إلى إعادة هيكلة كل من هيكلها المالي والإنتاجي والتشغيلي، لهذا تتميز تلك الصناديق بالمخاطر العالية وإحتمالية تحقيق – مقابل تلك الدرجة العالية من المخاطر عوائد مالية عالية، وحتى يمكن تحقيق ذلك فإن الأمر يتطلب تنويع إستثمارات تلك الصناديق من خلال الاستثمار فى عدد من الشركات ذات المخاطر المتنوعة، أيضاً تتميز إستثمارات تلك الصناديق بالاستثمار متوسط وطويل الأجل وليس الاستثمار مقيد الأجل لذا تسعى صناديق الاستثمار المباشر فى تملك لأنشطة الشركات من خلال ممارسة التأثير على أو المشاركة فى إدارتها وعادة ما يتم ذلك من خلال قيام الصندوق بتملك حصص أغلبية أو معظم أسهم هذه الشركات.

تمارس صناديق الاستثمار المباشر نشاطها طبقاً للشروط التالية:[١٢]

١) لا يقل رأس مال الصندوق عن عشرة ملايين جنيه فى صورة مبالغ نقدية مدفوع

بالكامل.

٢) لا يجوز طرح أسهم الصندوق أو تلقى أموال المستثمرين عن طريق الاكتتاب العام.

٣) يتم توزيع الأرباح بين مالكي أسهم الشركة وحامل وثائق الاستثمار وفقاً للقواعد التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال.

٤) يجب أن يتضمن النظام الأساسي للصندوق أوجه نشاطه.

٥) لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى أوراق مالية لشركة واحدة علـى ٢٥% مـن أموال الصندوق

٦) فيما لم يرد به تنظيم أو قواعد خاصة تضعها الهيئة العامة لسوق المال تسرى الأحكام المنصوص عليها فى القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية المقررة لصناديق الاستثمار.

٧) لا تسرى نسب ومجالات الاستثمار الواردة بالمادة (١٦٢) من اللائحة التنفيذية للقانون لسنة ١٩٩٢ على صناديق الاستثمار المباشر.

المبحث الثانى

دور صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات

كانت البنوك المصرية صاحبة المبادرة فى إنشاء صناديق الاستثمار، وبذلك تحول المـدخر الصغير من مجال الودائع المصرفية إلى مستثمر فى وثائق صناديق الاستثمار، وتعتبـر وثـائق صناديق الاستثمار من أهم الأدوات الاستثمارية التي توفر للمستثمرين الذين لا يملكـون الخبـرة والقدرة على إدارة إستثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للاستثمار فى الأوراق الماليـة، ويكـون لحملة وثائق صناديق الاستثمار الخيار بين الحصول على الدخل المحقق من إستثماراتهم بصورة منتظمة بواقع مرة أو مرتين فى العام، أو إعادة تدوير هذا الدخل وإستثماره مرة أخرى.

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للمدخرين

تقدم صناديق الاستثمار العديد من المزايا للمدخرين الـذين لا يملكـون القـدرة علـى إدارة استثماراتهم بطريقة مباشرة، حيث توفر لهم الفرصة للمشاركة فى الأسواق المحلية والعالمية، كما يوفر مدير الاستثمار فى الصندوق الخبرة التي تضمن تحقيق عوائد أعلى من العوائد التي يمكـن للمدخر تحقيقها إلى استثمار أمواله فى البورصة، فضلا عن تخفيض مخـاطر الاسـتثمار فـى الأوراق المالية حيث أن ضخامة عدد الأسهم والسندات التي يحتفظ بها الصـندوق تخفـف مـن الآثار التي يخلقها تراجع أي عدد من الأسهم والسندات على الأداء الكلي لمحفظة الصندوق. (١٣)

تحقق صناديق الاستثمار مزايا عديدة للمستثمر الذي توجهه أمواله إليها ويمكن حصر مزايـا صناديق الاستثمار فيما يلي: (١٤)

١) تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، حيث يـتم إدارة محفظـة الأوراق الماليـة لصناديق الاستثمار بواسطة متخصصين بالإضافة إلى توجيه الأموال إلى محفظة متنوعة وبهـذا يحصل المستثمر على عائد أعلى لنفس مستوى المخاطر أو مخاطر أقل لـنفس المسـتوى مـن العائد.

٢) سيولة وثائق صناديق الاستثمار والقدرة على تحويل تلك الوثائق إلى نقدية بأقل خسارة

في القيمة.

٣) سعر وثائق صناديق الاستثمار أكثر إستقراراً من أسعار محفظة الأوراق المالية التـــي يمكن أن يشكلها المستثمر بنفسه وهى أكثر إستقرار من سعر الورقة المالية المنفردة التي يقـــوم بشرائها المستثمر.

٤) تتسم سياسة الاستثمار في صناديق الاستثمار بالتحفظ من خلال تنويع أدوات الاستثمار بين الأسهم والسندات وأذون الخزانة والودائع ووثائق الاستثمار التي يصدرها صناديق الاستثمار الأخرى، والهدف من تنويع أدوات الاستثمار هو تعظيم الأرباح والحد من المخاطر.

٥) يتم إدارة صناديق الاستثمار من خلال أجهزة متخصصة (مدير الاستثمار) التي أشترط القانون أن يتمتع جهازها الإداري بخبرات ومهارات فى مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، كما تخضع تلك الصناديق لرقابة مستمرة من الهيئة العامة لسوق المال.

٦) يتم تقييم الوثائق بصفة دورية ويتم الإعلان عن سعر الوثيقة من خلال تقيـــيم صـــافى أصول الصندوق، الأمر الذي يتيح للمستثمر التعرف على عائد إستثماره وإتخاذ القرار المتعلـــق بالاستمرار أو تسييل وثائق صندوق الاستثمار.

٧) تنوع أغراض صناديق الاستثمار من حيث توزيع العائد أو تراكمـــه تلبيـــة للرغبـــات المختلفة للمستثمرين فى توزيع المخاطر، نظراً لقيام مدير الاستثمار بتوزيع اســـتثماراته علـــى أدوات إستثمار متنوعة.

ثانياً: ضوابط حماية أصحاب وثائق الاستثمار

تتعدد الضوابط الخاصة بحماية أصحاب وثائق الاستثمار والتي يذكر منها:

١) تعتبر نشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار التي يصدرها بمثابة عقد بـــين (الصـــندوق) وبين (حامل الوثيقة) لذا أشترط القانون توافر حد أدنى من البيانات التي تضمنها نشرة الاكتتـــاب فى وثائق الاستثمار التي تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام

٢) إشتراط شروط معينة فى الجهة التي تدير صناديق الاستثمار (مدير الاستثمار) وحظره عليهم القيام بأعمال معينة.

٣) عدم جواز تعديل البيانات الرئيسية لنشرة الاكتتاب فى وثائق الاستثمار إلا بعد موافقـــة حملة الوثائق من خلال اجتماع لحملة الوثائق.

٤) تتبع إجراءات الدعوة لرد نصاب الحضور والتصويت الأحكام والقواعـــد والمقـــررة بالنسبة لحملة السندات والصكوك والأوراق المالية الأخرى.

٥) قيام مراقبين يتوليان مراجعة حسابات الصندوق يختاران من بين ســـجل يعـــد لهـــذا الغرض بالتشاور بين الهيئة العامة لسوق المال والجهاز المركزي للمحاسبات مع عدم جواز قيام المراقب الواحد بمراجعة حسابات أكثر من صندوقين فى وقت واحد.

٦) المتابعة والرقابة المستمرة الدورية على صناديق الاستثمار بواسطة الهيئة العامة لسوق المال فى حدود السلطات المخولة للهيئة.

٧) لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال أن يصدر قراراً مسبباً باستبعاد أى عضو مـــن

أعضاء مجلس لإدارة الصندوق وأي من المديرين المسئولين عن الإدارة العامة لأعمال الصندوق حفاظاً على سلامة أموال المستثمرين بالصندوق.

٨) إمداد حملة الوثائق بتقارير ربع سنوية متضمنة تفاصيل الاستثمار.

٩) النشر الدوري للقوائم المالية الربع والنصف سنوية والقوائم المالية السنوية الفعلية والتقديرية.

دور صناديق العائد الدورى فى تعبئة المدخرات

للتعرف على دور صناديق العائد الدورى فى تعبئة المدخرات قمنا بدراسة حقوق حملة وثائق صناديق العائد الدورى لعدد (٣) صناديق وتم استخراج القيمة الاستردادية للوثيقة بالجنيه وتم استخراج نسبة استرداد الوثائق وذلك من خلال تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) وتم اختيار عينة من صناديق العائد الدورى هى صندوق البنك المصرى لتنمية الصادرات وصندوق بنك كريدى أجريكول الثالث وصندوق البنك الأهلى المصرى الثانى. ويوضح الجدول رقم (٢) حجم صناديق الاستثمار ذات العائد الدورى ومدير الاستثمار فى كل صندوق.

جدول رقم (٢) صناديق الاستثمار المفتوحة (نمو رأسمالى) المرخص لها حتى مارس ٢٠٠٧

	تاريخ بدء النشاط	حجم الصندوق بالمليون جنيه	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	مديرو صناديق الاستثمار
بنك القاهرة	نوفمبر ١٩٩٥	٢٠٠	١٠٠	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار
بنك كريدى أجريكول مصر الأول	أكتوبر ١٩٩٤	٣٠٠	١٠٠	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار
بنك الإسكندرية الأول	نوفمبر ١٩٩٤	٢٠٠	١٠٠	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار
المجموعة العربية المصرية لإعادة التأمين	أغسطس ١٩٩٥	١٠٠	٥٠٠	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار
الشركة المصرفية العربية الدولية الأول	يونيه ١٩٩٦	١٠٠	١٠٠	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار
بنك مصر الثانى	سبتمبر ١٩٩٥	٣٠٠	٦٦,٦٧	كونكورد للاستثمارات العالمية
صندوق استثمار شيلد	فبراير ١٩٩٨	٢٨٠	٥٠	كونكورد للاستثمارات العالمية
البنك الأهلى المصرى الأول	سبتمبر ١٩٩٤	٢٠٠	٥٠٠	شركة الأهلى لصناديق الاستثمار
البنك التجارى الدولى الأول	إبريل ٢٠٠٥	١٠٠٠	١٠٠	شركة سى آى استس ماتجمنت
البند التجارى الدولى الثانى	إبريل ٢٠٠٦	٦٠٠	١٠٠	شركة سى آى استس ماتجمنت
صندوق الأمان	أكتوبر ٢٠٠٦	١٠٠	١٠٠	شركة سى آى استس ماتجمنت

	تاريخ بدء النشاط	حجم الصندوق بالمليون جنيه	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	مديرو صناديق الاستثمار
البنك المصرى لتنمية الصادرات الثانى	نوفمبر ٢٠٠٦	١٠٠	١٠٠	شركة أيه بى أيه امرو دلتا

المصدر: البنك المركزى المصرى المجلة الاقتصادية – المجلد ٤٩ العدد الثالث ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ص ١٠٥

جدول رقم (٣) صناديق الاستثمار المفتوحة (عائد دورى) المرخص لها حتى مارس ٢٠٠٧

	تاريخ بدء النشاط	حجم الصندوق بالمليون جنيه	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	مديرو صناديق الاستثمار
بنك فيصل الإسلامى المصرى	ديسمبر ٢٠٠٤	٥٠	١٠٠	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار
بنك التمويل المصرى السعودى	يونيه ٢٠٠٦	٥٠	١٠٠	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار
صندوق سنابل	فبراير ٢٠٠٧	١٠٠	١٠٠	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار
بنك مصر الأول	فبراير ١٩٩٥	٥٠٠	١٠٠	كونكورد للاستثمار العالمية
بنك مصر إيران التنمية الثانى	يونيه ٢٠٠٥	٥٠٠	١٠٠	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار
بنك كريدى أجريكول الثالث	يونيه ١٩٩٩	١٥٠	١٠٠	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار
بنك الإسكندرية الثانى	إبريل ٢٠٠٦	٢٠٠	١٠٠	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار
البنك الأهلى سوسيتيه جنرال	أكتوبر ٢٠٠٦	١٠٠	١٠٠	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار
البنك الأهلى المصرى الثانى	أكتوبر ١٩٩٥	٣٠٠	١٠٠	شركة الأهلى لصناديق الاستثمار
البنك الأهلى المصرى الرابع	إبريل ٢٠٠٦	١٤٥	١٠٠	شركة الأهلى لصناديق الاستثمار
الشركة المصرفية الثالث	فبراير ١٩٩٩	٥٠	١٠٠	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار
بنك مصر الرابع	أكتوبر ٢٠٠٦	٢٠٠	١٠٠	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار

المصدر: البنك المركزى المصرى المجلة الاقتصادية – المجلد ٤٩ العدد الثالث ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ص ١٠٥

جدول رقم (٤) صناديق الاستثمار المفتوحة (عائد ونمو رأسمالى) المرخص لها حتى مارس ٢٠٠٧

	تاريخ بدء النشاط	حجم الصندوق بالمليون جنيه	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	مديرو صناديق الاستثمار
بنك كريدى أجريكول مصر الثانى	إبريل ١٩٩٧	٣٠٠	١٠٠	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار
البنك المصرى الخليجى	مايو ١٩٩٧	١٠٠	١٠٠	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار
البنك الوطنى المصرى	أغسطس	١٣٥	١٠٠	هيرمس لإدارة صناديق

	تاريخ بدء النشاط	حجم الصندوق بالمليون جنيه	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	مديرو صناديق الاستثمار
	٢٠٠٦			الاستثمار
الشركة المصرفية العربية الدولية الثانى	أكتوبر ١٩٩٧	٢٠٠	١٠٠	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار
بنك مصر الثالث	ديسمبر ١٩٩٧	١٣٩	١٠٠	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار
بنك مصر إيران الأول	أغسطس ١٩٩٨	١٠٠	١٠٠	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار
البنك الأهلى المصرى الثالث	أغسطس ٢٠٠٥	٢٠٠	١٠٠	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار
بنك قناة السويس	ديسمبر ١٩٩٦	١٠٠	٥٠٠	اتش سى للأوراق المالية والاستثمار

المصدر: البنك المركزى المصرى المجلة الاقتصادية – المجلد ٤٩ العدد الثالث ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ص ١٠٥

يعتبر ارتفاع حجم حقوق حملة وثائق صناديق الاستثمار دليل على ارتفاع قدرة صناديق الاستثمار على تعبئة المدخرات ولكن بعض الصناديق تجاوز نسبة الاسترداد فيها نسبة ٥٠% وهذا ينذر بدخول تلك الصناديق مخاطر التصفية.

(١) دور صندوق البنك المصرى لتنمية الصادرات فى تعبئة المدخرات:

جدول رقم (٥) حقوق جملة وثائق الاستثمار فى صناديق الاستثمار

البيان	حقوق جملة وثائق (بالمليون جنيه)		القيمة الأسمية للوثيقة بالجنيه		القيمة الاستردادية للوثيقة بالجنيه	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٢
صناديق العائد والنمو الرأسمالى						
بنك كريدى أجريكول الثانى	43.8	159	100	100	64.7	179.6
البنك المصرى الخليجى	17.8	144.0	100	100	66.3	382.3
بنك قناة السويس	27.4	38.3	500	500	196.6	382.3
صناديق العائد الدورى						
البنك المصرى لتنمية الصادرات	37.7	92.8	100	100	63.6	294.4
بنك كريدى أجريكول الثالث	259.2	2427.2	1000	1000	1081.4	1045.7
البنك الأهلى المصرى الثانى	81.6	124.9	100	100	51.7	92.7
صناديق النمو الرأسمالى						
بنك الإسكندرية الأول	93.9	502.1	100	100	78.9	491.9
المجموعة العربية المصرية للتأمين	13.1	44.8	500	500	269.9	944.6
بنك كريدى أجريكول الأول	60.4	169.1	100	100	70.3	323.2

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

جدول رقم (٦) نسبة استرداد وثائق الاستثمار فى صناديق الاستثمار

البيـــــــان	عدد الوثائق القائمة		عدد الوثائق المصدرة		نسبة الاسترداد	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
صـناديق العائـد والنمـو الرأسمالى						
بنك كريدى أجريكول الثانى	676052	885461	30000000	30000000	%77.5	%70.5
البنك المصرى الخليجى	268079	376631	10000000	10000000	%73.2	%62.3
بنك قناة السويس	139526	100277	20000000	20000000	%30.2	%49.9
صناديق العائد الدورى						
البنـك المصـرى لتنميـة الصادرات	592527	315117	1000000	1000000	%40.7	%68.5
بنك كريدى أجريكول الثالث	239721	2321124	500000	3000000	%52	%22.6
البنك الأهلى المصرى الثانى	1578174	1347871	2000000	2000000	%22	%32.6
صناديق النمو الرأسمالى						
بنك الإسكندرية الأول	1190142	1020728	2000000	3000000	%40.5	%49
المجموعة العربية المصـرية للتأمين	48382	47415	2000000	2000000	%75.8	%76.3
بنك كريدى أجريكول الأول	859289	523004	3000000	3000000	%71.4	%82.6

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق البنـك المصرى لتنمية الصادرات فى تعبئة المدخرات خلال الفتـرة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) علـى النحـو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ١٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٦ وقد ارتفعـت حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ٣٨ مليون جنيه إلى حوالى ٩٣ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٢٩% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الأسمية للوثيقة عند الاكتتاب ١٠٠ جنيه عـام ١٩٩٦ وإرتفعـت القيمـة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٦٤ جنيه إلى حوالى ٢٩٤ جنيه خلال الفتـرة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٧١% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة مليون وثيقة عام ١٩٩٦ وأنخفض عدد الوثائق القائمة مـن ٥٩٣ ألف وثيقة إلى ٣١٥ ألـف وثيقـة خـلال الفتـرة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعـدل تراجـع سنوى١٧,٥% فى المتوسط، وإرتفعت نسبة الاسترداد من ٤٠,٧% إلى ٦٨,٥% خـلال نفـس الفترة.

(٢) دور صندوق بنك كريدى أجريكول الثالث فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صـندوق بنـك كريدى أجريكول الثالث فى تعبئة المدخرات على النحو التالى:

١- ارتفع حقوق حملة وثائق صناديق الاستثمار من حوالى ٢٥٩ مليون جنيـه إلـى حوالى ٢٤٢٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعـدل نمـو سـنوى ١٦٧% فـى

المتوسط؛ فى حين بلغ حجم الصندوق ١٥٠مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٩.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة عند تأسيس الصندوق ١٠٠ جنيه عام ١٩٩٩، وقد إنخفضت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ١٠٨١ جنيه إلى حوالى ١٠٤٦ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢- ٢٠٠٧).

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ١٦٣ ألف وثيقة عام ١٩٩٩، وإرتفع عدد الوثائق القائمة من حوالى ٢٤٠ ألف وثيقة إلى حوالى ٢,٣ مليون وثيقة بمعدل نمو سنوى ١٧٣,٦% فى المتوسط، وانخفضت نسبة الاسترداد من٥٢% إلى ٢٢,٦% خلال نفس الفترة.

(٣) دور صندوق البنك الأهلى المصرى الثانى فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق البنك الأهلى المصرى الثانى فى تعبئة المدخرات وذلك على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ٣٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥، وقد ارتفعت حجم حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ٨٢ مليون جنيه إلى حوالى ١٢٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٠,٦% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥ وارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٥٢ جنيه إلى حوالى ٩٣ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢- ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٥,٨% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٢ مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥ وقد انخفض عدد الوثائق القائمة من حوالى ١,٦ مليون وثيقة إلى حوالى ١,٣ مليون وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ٣,٨% فى المتوسط، كما إرتفعت نسبة الاسترداد من ٢٢% إلى ٣٢,٦% خلال نفس الفترة.

دور صناديق العائد والنمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات:

للتعرف على دور صناديق العائد والنمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات قمنا بدراسة تطور حقوق حملة وثائق صناديق العائد والنمو الرأسمالى وتم استخراج القيمة الاستردادية للوثيقة بالجنيه وتم استخراج نسبة استرداد الوثائق وتم اختيار عينة لتلك الصناديق هى صندوق بنك كريدى أجريكول الثانى وصندوق البنك المصرى الخليجى وصندوق بنك قناة السويس، وتم تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧).

(١) دور صندوق بنك كريدى أجريكول الثانى فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق بنك كريدى أجريكول الثانى فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ٣٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وأرتفع حجم حقوق حملة الوثائق من حوالى ٤٣,٨ مليون جنيه إلى حوالى ١٥٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٥٢,٦% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد

ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٦٥ جنيه إلى حوالى ١٨٠ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٣٥,٤% فى المتوسط وتمثل.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٣ مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفع عدد الوثائق من حوالى ٦٧٦ ألف وثيقة إلى حوالى ٨٨٥ مليون وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦,٢% فى المتوسط وقد إنخفضت نسبة الاسترداد من ٧٧,٥% إلى ٧٠,٥% خلال نفس الفترة.

(٢) دور صندوق استثمار البنك المصرى الخليجى فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق استثمار البنك المصرى الخليجى فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ١٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٧ وارتفع حجم حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ١٨ مليون جنيه إلى حوالى ١٤٤ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٤٩% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٧، وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٦٦ جنيه إلى حوالى ٣٨٢ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٩,١% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٧، وقد ارتفع عدد الوثائق القائمة من حوالى ٢٦٨ مليون وثيقة إلى حوالى ٣٧٧ ألف وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٨,١% فى المتوسط وقد إنخفضت نسبة الاسترداد من ٧٣,٢% إلى ٦٢,٣% خلال نفس الفترة.

(٣) دور صندوق استثمار بنك قناة السويس فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق استثمار بنك قناة السويس فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ١٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٦ وقد ارتفع حجم حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ٢٧ مليون جنيه إلى حوالى ٣٨ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٨,١% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ٥٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٦ وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ١٩٧ جنيه إلى حوالى ٣٨٢ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٨,٨% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٢٠٠ ألف وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٦ وقد إنخفض عدد الوثائق القائمة من حوالى ١٤٠ ألف وثيقة إلى حوالى ١٠٠ ألف وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ٥,٧% فى المتوسط وقد ارتفعت نسبة الاسترداد من ٣٠,٢% إلى ٤٩,٩% خلال نفس الفترة.

دور صناديق النمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات:

للتعرف على دور صناديق النمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات قمنا بدراسة تطـور حجـم حقوق حملة وثائق تلك الصناديق وتم استخراج القيمة الاستردادية للوثيقة بالجنيه وتم اسـتخراج نسبة استرداد الوثائق وتم اختيار عينة لتلك الصناديق هـى صـندوق بنـك الإسـكندرية الأول وصندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين وصندوق بنك كريدى أجريكول الأول وتم تحليـل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧).

(١) دور صندوق بنك الاسكندرية الأول فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صـندوق بنـك الإسكندرية الأول فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ٢٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد إرتفعـت حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ٩٤ مليون جنيه إلى حوالى ٥٠٢ مليون جنيـه خـلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٨٦,٨% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من ٧٩ جنيه إلى ٤٩٢ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعـدل نمو سنوى ١٠٤,٦% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٢ مليون وثيقة عند تأسيس الصـندوق عـام ١٩٩٤ وقـد إنخفض عدد الوثائق القائمة من حوالى ١,٢ مليون وثيقة إلى مليون وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٣,٣% فى المتوسط، وقد إرتفعت نسبة الاسترداد مـن ٤٠,٥% إلـى ٤٩% خلال نفس الفترة.

(٢) دور صندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقـم (٦) يتضـح لنـا دور صـندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين فى تعبئة المدخرات خلال الفتـرة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) علـى النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ١٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥، وقـد ارتفـع حجم حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ١٣ مليون إلى حوالى ٤٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٤٩,٢% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصـندوق عـام ١٩٩٥ وقـد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٢٧٠ جنيه إلى حوالى ٩٤٥ جنيـه خـلال الفتـرة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٥٠% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٢٠٠ ألف وثيقة عند تأسيس الصـندوق عـام ١٩٩٥ وقـد انخفض عدد الوثائق من حوالى ٤٨ ألف وثيقة إلى حوالى ٤٧ ألف وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) وإرتفعت نسبة الاسترداد من ٧٥,٨% إلى ٧٦,٣% خلال نفس الفترة.

(٣) دور صندوق بنك كريدى أجريكول الأول فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق بنك كريدى أجريكول الأول فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ٣٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفع حجم حقوق حملة الوثائق من حوالى مليون جنيه إلى حوالى ١٦٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧).

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من ٧٠,٣ جنيه إلى ٣٢٣ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٧٢,٣% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٣ مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد إنخفض عدد الوثائق القائمة من حوالى ٨٦٠ ألف وثيقة إلى حوالى ٥٢٣ وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ٧,٨% فى المتوسط، كما ارتفعت نسبة الاسترداد من ٧١,٤% إلى ٨٢,٤% خلال نفس الفترة.

المبحث الثالث

تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار

ويتوقف دور صناديق الاستثمار على تخصيص الموارد المالية فى سوق الأوراق المالية على مستوى كفاءة البورصة المصرية، حيث ترتفع كفاءة تخصيص الموارد فى الأسواق المالية التى تتوافر بها المعلومات بالقدر الكافى، وبذلك يمكن تحديد العائد والمخاطر بكفاءة وبالتالى تقوم صناديق الاستثمار بتوجيه مواردها نحو الأنشطة والشركات بناء على أسعار عادلة، مما يرفع كفاءة الاستثمارات، بينما تنخفض كفاءة تخصيص الموارد فى البورصة التى لا تتوافر بها المعلومات بالقدر الكافى وتكون أسعار الأوراق المالية مضللة إلى حد ما، لأن أسعار الأسهم والسندات تتغير دون معلومات وبالتالى هناك صعوبة فى تحديد العائد والمخاطر والتفرقة بين القطاعات والشركات ذات المزايا النسبية.[١٥]

هناك مدرستان تختلفان إلى حد كبير فى سياسات وإستراتيجيات الإستثمار فى الأوراق المالية فى صناديق الاستثمار، المدرسة الأولى تقصر الإستثمار فى محافظ صناديق الاستثمار على أذون الخزانة والسندات الحكومية والمضمونة من الحكومة تنفيذاً للقوانين والإستيراتيجيات المنظمة لهذا النوع من الإستثمار وهى المدرسة الأمريكية، أما المدرسة الثانية فلا تقتصر محافظها المالية على السندات الحكومية بل تمتد لتشمل جميع أنواع الأوراق المالية وتمثلها المدرسة الألمانية والتى تتبعها صناديق الاستثمار المصرية.[١٦]

ومن الجدير بالذكر أن سياسات الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية بالنسبة لأى صندوق إستثمار تتكون من مجموعة قواعد توضح الأهداف والمسئوليات والخصائص التى تحكم عمليات الإستثمار، وتتضمن سياسات الإستثمار فى الأوراق المالية مجموعة من الأسس التى تساعد على التخطيط ووضع الإستراتيجية الخاصة بمحفظة الأوراق المالية وتطوير هذه الإستراتيجيات.

وتجدر الإشارة إلى أن صناديق الاستثمار عند إختيارها للأوراق المالية تركز على مجموعة من العوامل من أهمها: (١٧)

١) سهولة التسوق أي سهولة بيع أو شراء الورقة المالية دون أن يضطر البائع إلى تخفيض الثمن حتى تتم العملية، أو أن يضطر المشتري إلى رفع السعر حتى يتمكن من الحصول على الورقة، وتتحدد سهولة التسويق بمقدار العمليات التي تحدث في السوق على الورقة المالية.

٢) عائد الاستثمار في السندات والذي يتكون من عنصرين الأول سعر الفائدة وهو التعويض الذي يأخذه المشتري مقابل أن يقوم الغير باستعمال نقوده، والثاني الربح وهو ما يأخذه المستثمر بسبب قبوله تحمل المخاطر المالية لاستعمال أمواله في مشروع معين.

٣) استحقاق الأوراق المالية بمعنى إلتزام صندوق الإستثمار بالتخلي عن الأموال لأجل محدد.

٤) نوعية الورقة المالية ومدى جودتها، فكلما كان الإستثمار مضموناً قلت ربحيته وكلما زادت المخاطر كانت الربحية كبيرة، وهناك ضرورة لتنويع الأوراق المالية المشتراة من جانب صندوق الإستثمار، وذلك للحد من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نشاط من نوع معين في ظروف معينة.

أهداف السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار

تسعى صناديق الاستثمار إلى وضع سياسة إستثمارية ملائمة لجميع المتغيرات البيئية الداخلية والخارجية المؤثرة فى حجم وهيكل الإستثمار فى الأوراق المالية، وذلك بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن مع أقل درجة من المخاطر، ويتطلب ذلك تنويع المجالات الإستثمارية بحيث تضمن تحقيق عائد مرتفع مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطر الإستثمارية.

تسعى صناديق الاستثمار من خلال سياسات الاستثمار إلى تحقيق عدد من الأهداف من الوجهة الفنية البحتة، ومن أهم هذه الأهداف: (١٨)

١) الحصول على أرصدة سائلة عند الحاجة، ويقصد بالسيولة قدرة صندوق الاستثمار على تلبية طلبات استرداد وثائق الاستثمار، بمعنى إنه جزء من الأصول يتم الاحتفاظ به بصورة سائلة أو شبه سائلة بما يتواءم مع إحتياجات حملة وثائق الاستثمار لذا فان صناديق الإستثمار لا تسعى إلى تشغيل كل أموالها المتاحة في أصول طويلة الأجل، بل انها تودع جزء منها في شكل أصول شبه سائلة قابلة للتصرف فيها دون ادنى خسارة مثل الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية.

٢) الحصول على عائد مناسب، من المعروف أن الهدف الأساسي المطلوب على مستوى صندوق الإستثمار هو تحقيق الربح، وحتى يتم ذلك فإن صندوق الإستثمار يسعى إلى تحديد دقيق لمواصفات استخدامه للأموال وبناء هيكل الأصول بما يحقق اقصى عائد ممكن، وقد يستخدم صندوق الإستثمار تخطيطه لتواريخ استحقاق الأصول والتدفقات النقدية في القيام باستثمارات قصيرة الأجل حتى يمكن مقابلة إسترداد وثائق الاستثمار التى يصدرها الصندوق.

٣) توفير درجة من الأمان، ويعني هنا بعنصر الأمان قدرة صندوق الإستثمار في أي

وقت على الوفاء بالتزاماته تجاه حملة وثائق الاستثمار وحتى تتجنب صناديق الإستثمار ذلك فإنها تسعى إلى تنويع محفظة استثماراتها بما لا يعرضها للمخاطر المحتملة، هذا فضلا عن قصر اجل الأصول الإيرادية على النحو الذي يخضع هذه الأصول لشرط التصفية الذاتية، وارتباط الاستثمارات بحركة وتنظيم الإنتاج والتوزيع للسلع والخدمات في النوعية والتوقيت، لذا فإن صناديق الإستثمار تعتبر أن الاستثمارات في السندات الحكومية من أفضل أنواع الاستثمارات.

٤) تنويع الاستثمارات، ويقصد بالتنويع القيام بتوزيع الأموال المتاحة للاستثمار على مجالات استثمارية مختلفة في إمكانها وتواريخ استحقاقها بما يساعد على تحقيق أقصى دخل ممكن في ضوء الإقلال من المخاطر الاستثمارية المحتملة.

أهداف سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية فى صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم المؤسسات المالية الوسيطة التي تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين ونستخدمها فى شراء أصول مالية مثل الأسهم والسندات وفى المقابل يحصل هؤلاء المستثمرين على حقوق ثابتة تجاه تلك الأصول المالية التي قام الصندوق بشرائها كما يحصل المستثمرين على جزء من الأرباح التي تتولد من محفظة استثمارات الصندوق. (١٩)

تعتبر سياسة تكوين المحافظ الإستثمارية فى صناديق الاستثمار مسئولية مدير الاستثمار ويتوقف نجاح أو فشل الصندوق على فاعلية السياسة الاستثمارية للصندوق، حيث تختلف سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية التي تنتهجها شركات إدارة صناديق الاستثمار من دولة إلى أخرى وفقا لأحكام القوانين التي تحكم نشاط صناديق الاستثمار فى كل دولة، حيث تقوم الشركة التي تتولى إدارة صندوق الاستثمار بالاتفاق مع مجلس إدارة الصندوق على سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية التي يمكن تنفيذها لتحقيق أهداف الصندوق وأهداف عملاء الصندوق. (٢٠)

يمكن حصر سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية لصناديق الاستثمار ثلاث سياسات على النحو التالي:

١) سياسة هجومية تجعل محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار مكونة جميعها من الأسهم العادية وبذلك يمكن الحصول على عوائد مرتفعة نتيجة تحمل قدر أكبر نسبياً من المخاطر.

٢) سياسة دفاعية ذات درجة من المخاطر المنخفضة وتعنى بذلك أنها ذات درجة حساسية أقل تجاه المتغيرات فى عوائد السوق ولتخفيض درجة المخاطر قد يلجا الصندوق الذي يتبع سياسة استثمارية دفاعية إلى الاستثمار فى السندات والأوراق المالية ذات العائد الثابت.

٣) السياسة المتوازنة التي تهدف إلى تحقيق درجة مناسبة من الأمان وفى نفس الوقت تحقيق أرباح رأسمالية وبالتالي تتكون محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار التي تتبع هذه السياسة من مزيج متسع من الأوراق المالية التي تشمل الأسهم العادية والأوراق المالية قصيرة الأجل والسندات والأسهم الممتازة وعالياً يتطلب إتباع السياسة المتوازنة درجة عالية من الكفاءة والتخصيص فى إدارة محفظة الأوراق المالية.

ويتطلب وضع سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية لصندوق الاستثمار أن تقوم الشركة

الإدارية بتحديد درجة المخاطر واختيار التخصص الذي سوف تمارسه أموال الصندوق ولتحقيق أهداف الصندوق تتولى شركات إدارة صناديق الإستثمار إتخاذ القرارات الاستثمارية على النحو التالي: (٢١)

١) يجب أن يقرر مدير الاستثمار على وجه الدقة درجة المخاطر، فهناك سياسة استثمارية متحفظة تجاه المخاطر تهدف إلى تحقيق الأمان والاستقرار فى ظل دخل منتظم، وهناك سياسة استثمارية هجومية تهدف إلى تحقيق أعلى ربحية رأسمالية داخل مجال من المخاطر المرتفعة، وهناك سياسة استثمارية متوازنة تهدف إلى تحقيق ربحية مناسبة فى درجة مقبولة من المخاطر.

٢) يجب أن يقرر المدير اختيار التخصص الذي سوف يمارسه الصندوق ووضع حدود لاختيار الأسهم والسندات التي يمكن الاحتفاظ بها كأحد مصادر الاستثمار مثل أسهم البترول أو أسهم الكيماويات، عادة لا يتم تحديد التخصص للصناديق إلا بعد مرحلة متقدمة.

٣) يجب أن يقرر مدير الاستثمار اختيار أهداف سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية للصندوق ويتطلب ذلك تحديد النوعية الاستثمارية التي تكفل تحقيق الاستقرار وصرف العائد على حاملي وثائق الاستثمار، وتحديد درجة السيولة التي يجب توفيرها لمواجهة طلبات استرداد الوثائق.

شروط وضوابط استثمار أموال صناديق الاستثمار

الاستثمار الرئيسي لأموال الصندوق هو الاستثمار فى الأوراق المالية ويشترط ألا تزيد نسبة ما يستثمر فى شراء أوراق مالية لشركة واحدة على١٠% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركة، ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى وثائق الاستثمار التى تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠% من أمواله وبما لا يجاوز ٥% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.

لا يجوز للصندوق إستثمار أمواله في المضاربة فى المعاملات أو المعادن النفيسة ولا يجوز لصناديق الاستثمار أن تتعامل فى القيم المنقولة الأخرى أو غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص خاص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال، وفى حدود نسبة الاستثمار التي يقررها على أن يقدم الصندوق دراسة تتضمن بياناً بمجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات الأخرى التى يرغب الاستثمار فيها ومبررات ونتائج الاستثمار المتوقعة.

هناك شروط وضوابط أخرى لاستثمار أموال صناديق الاستثمار يمكن حصرها فيما يلي:

١) إتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الاستثمار.

٢) إستثمار أموال الصندوق فى وثائق صندوق أخر يتولى مدير الاستثمار بالصندوق إداراته.

٣) إستثمار أموال الصندوق فى الأسهم غير المقيدة بالبورصة المصرية أو فى الأوراق المالية غير المقيدة فى بورصة بالخارج أو مقيدة فى بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية بالخارج.

٤) إستثمار أموال الصندوق فى تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية لشركات

تحت التصفية فى حالة الإفلاس.

٥) يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات إسترداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد بنشرات الاكتتاب فى هذه الوثائق.

تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالي:

تتميز السياسة الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالى بارتفاع الأهمية النسبية للاستثمار فى الأسهم حيث مع الاحتفاظ بالسيولة النقدية وبعد ذلك تعطيلاً لأموال تلك الصناديق عن البدائل الأخرى مثل السندات.

لدراسة السياسة الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالى تم دراسة القوائم المالية لعدد (٣) صناديق للتعرف على مكونات المحفظة الاستثمارية خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧).

(١) السياسة الاستثمارية لصندوق بنك كريدى أجريكول الثانى:

جدول رقم (٧)مكونات المحافظ الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالى (القيمة بالمليون جنيه)

البيــــــــان	بنك كريدى أجريكول الثانى		البنك المصرى الخليجى		بنك قناة السويس	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
الأسهم	28.7	140.8	11.2	128.5	18.0	30.4
سندات الشركات	5.5	1.0	0.9	0.5	4.2	1.4
أوراق مالية حكومية	–	–	1	–	–	–
شهادات إيداع البنك المركزى	–	–	–	–	–	–
وثائق استثمار صناديق أخرى	–	–	–	–	1.1	2.0
أوراق مالية أخرى	–	–	–	–	–	–
أذون خزانة	–	–	–	–	–	–
استثمارات متداولة فى أوراق مالية	34.2	141.8	17.4	129	23.4	33.9
نقدية بالبنوك	8.6	26.4	3.7	37	7.1	4.6
إجمالى الاستثمارات	43.6	159	17.8	144	27.4	38.3

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٧) يتضح لنا ما يلى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٣٤ مليون جنيه إلى حوالى ١٤٢ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢–٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦٣,٥% فى المتوسط، كما ارتفعت الأهمية النسبية للاستثمارات المتداولة فى الأوراق إلى إجمالى الاستثمارات من ٧٨,٤% إلى ٨٩,١% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٩ مليون جنيه إلى حوالى ٢٦ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٤١,٤% فى المتوسط، كما إنخفض الوزن النسبى للنقدية بالصندوق إلى إجمالى الاستثمارات من ١٩,٧% إلى ١٦,٦% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٢٩ مليون جنيه إلى حوالى ١٤١ مليون جنيه

خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٧٧,٢% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٨٣,٩% إلى ٩٩,٣% خلال نفس الفترة.

٤- انخفض حجم سندات الشركات من حوالى ٦ مليون جنيه إلى مليون جنيه خلال الفترة من (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٦,٤% فى المتوسط كما تراجع الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١٦,١% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

(٢) السياسة الاستثمارية لصندوق البنك المصرى الخليجى:

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٧) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق البنك المصرى الخليجى وذلك على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ١٧ مليون جنيه إلى حوالى ١٢٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٣١,٨% فى المتوسط، كما إنخفض الوزن النسبى للاستثمارات من ٩٧,٨% إلى ٨٩,٦% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٤ مليون جنيه إلى حوالى ٣٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى % فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٢٠,٨% إلى ٢٥,٧% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ١١ مليون جنيه إلى حوالى ١٢٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٨% فى المتوسط كما ارتفع الوزن النسبى للأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من % إلى % خلال نفس الفترة.

٤- انخفض حجم سندات الشركات من حوالى ٩٠٠ ألف جنيه إلى حوالى نصف مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١١,١% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٥,٢% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

(٣) سياسة الاستثمارات لصندوق بنك قناة السويس:

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٧) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق بنك قناة السويس وذلك على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٢٣ مليون جنيه إلى حوالى ٣٤مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٩,٦% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٥٨,٤% إلى ٨٨,٥% خلال نفس الفترة.

٢- إنخفض حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٧ مليون جنيه إلى حوالى ٥ مليون جنيه بمعدل تراجع سنوى٧% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٢٥,٩% إلى ١٢% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ١٨ مليون جنيه إلى حوالى ٣٠ مليون جنيه

خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٣,٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١٥,٣% إلى ٧٩,٤% خلال نفس الفترة.

٤- تخفيض حجم سندات الشركات من حوالى ٤ مليون جنيه إلى حوالى ١,٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٣,٣% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١٧,٩% إلى ٤,١% خلال نفس الفترة.

٥- ارتفع حق وثائق استثمار الصناديق الأخرى من حوالى مليون جنيه إلى حوالى ٢ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٦,٤% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لوثائق استثمار الصناديق الأخرى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الاوراق المالية من ٤,٧% إلى ٥,٩% خلال نفس الفترة.

تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق العائد الدورى:

للتعرف على السياسة الاستثمارية لصناديق العائد الدورى قمنا بدراسة مكونات المحفظة الاستثمارية لعدد (٣) صناديق، كما تم استخراج الأوزان النسبية لمكونات محافظ تلك الصناديق من خلال تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧).

هدف السياسة الاستثمارية لصناديق العائد الدورى هو تحقيق عائد دورى يوزع على حملة وثائق الاستثمار، لذلك تركز تلك الصناديق على تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية، حيث تركز تلك الصناديق على الاستثمار فى السندات الشركات ووثائق استثمار الصناديق الأخرى.

(١) السياسة الاستثمارية لصندوق البنك المصرى لتنمية الصادرات:

جدول رقم (٨)مكونات المحفظة الاستثمارية لصناديق العائد الدورى **(القيمة بالمليون جنيه)**

البيان	البنك المصرى لتنمية الصادرات		بنك كريدى أجريكول الثالث		البنك الأهلى المصرى الثانى	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
الأسهم	29.2	54.8	-	-	35.9	86.1
سندات الشركات	1.6	1.7	-	34	-	-
أوراق مالية حكومية	–	32.4	-	666.9	–	18.2
شهادات إيداع البنك المركزى	–	–	–	–	–	-
وثائق استثمار صناديق أخرى	–	5.0	–	–	8.7	6.7
أوراق مالية أخرى	2.5	–	–	–	29.7	4.5
أذون خزانة	–	–	132.4	712.8	–	–
استثمارات متداولة فى أوراق مالية	34.3	93.9	132.4	1116.6	74.3	115.4
نقدية بالبنوك	2.6	0.2	106.7	1051	10.7	14.6
إجمالى الاستثمارات	37.7	92.8	259.2	2427.2	81.6	124.9

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٨) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق البنك المصرى لتنمية الصادرات على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٣٤ مليون جنيه إلى حوالى ٩٤ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١١,٧% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٩١% إلى ١٠٠% خلال نفس الفترة.

٢- حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٣ مليون جنيه إلى حوالى ٢٠٠ ألف جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٨,٩% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٦,٩% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٢٩ مليون جنيه إلى حوالى ٥٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٧,٥% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٨٥% إلى ٥٨,٤% خلال نفس الفترة.

٤- ارتفع حجم سندات الشركات من حوالى ١,٦ مليون جنيه إلى حوالى ١,٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٥,٧% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٤,٧% إلى ١,٨% خلال نفس الفترة.

٥- بلغ حجم وثائق الاستثمار للصناديق الأخرى حوالى ٣ مليون جنيه عام ٢٠٠٢، كما بلغ الوزن النسبى لوثائق الاستثمار للصناديق الأخرى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ٥,٣% عام ٢٠٠٧ وتم العدول عن الاستثمار فى وثائق الاستثمار للصناديق الأخرى عام ٢٠٠٢.

(٢) السياسة الاستثمارية لصندوق بنك كريدى أجريكول الثالث

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٨) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق بنك كريدى أجريكول الثالث على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ١٣٢ مليون جنيه إلى حوالى ١١١٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢– ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٤٨,٧% فى المتوسط، كما إنخفض الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٥١% إلى ٤٦% خلال نفس الفترة.

٢- إرتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ١٠٧ مليون جنيه إلى حوالى ١٠٥١ مليون جنيه بمعدل نمو سنوى ١٧٦% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٤١,٣% إلى ٤٣,٣% خلال نفس الفترة.

٣- بلغ حجم سندات الشركات حوالى ٣٤ مليون جنيه عام ٢٠٠٧ وكان الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المالية المتداولة فى الأوراق المالية ٣% فى نفس العام

ولم يستثمر الصندوق أى أموال فى سندات الشركات عام ٢٠٠٢.

٤- بلغ حجم شهادات إيداع البنك المركزى حوالى ٦٦٧ مليون جنيه عام ٢٠٠٧ وكان الوزن النسبى لشهادات إيداع البنك المركزى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ٥٩,٧% فى نفس العام فى حين لم يستثمر الصندوق أى أموال فى شهادات إيداع البنك المركزى عام ٢٠٠٢.

٥- ارتفع حجم أذون الخزانة من حوالى ١٣٢ مليون جنيه إلى حوالى ٧١٣ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦٣,٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لأذون الخزانة إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من % إلى % خلال نفس الفترة.

(٣) السياسة الاستثمارية لصندوق البنك الأهلى المصرى الثانى

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٧) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق البنك الأهلى المصرى الثانى على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٧٤ مليون جنيه إلى حوالى ١١٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١١,١% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٩١% إلى ٩٢,٤% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٣٦ مليون جنيه إلى حوالى ٨٦ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٢٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٤٨,٣% إلى ٧٤,٦% خلال نفس الفترة.

٣- بلغ حجم الأوراق المالية الحكومية والمضمونة من الحكومة حوالى ١٨ مليون جنيه عام ٢٠٠٧ وبلغ الوزن النسبى للأوراق المالية الحكومية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى ١٥,٨% خلال عام ٢٠٠٧ ولم يستثمر الصندوق أى أموال فى الأوراق المالية الحكومية عام ٢٠٠٢.

٤- انخفض حجم وثائق استثمار الصناديق الأخرى من حوالى ٩ مليون جنيه إلى حوالى ٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧)، بمعدل تراجع سنوى ٤,٦% فى المتوسط كما انخفض الوزن النسبى لحجم وثائق استثمار الصناديق الأخرى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١١,٧% إلى ٥,٨% خلال نفس الفترة.

٥- انخفض حجم الأوراق المالية الأخرى من ٣٠ مليون جنيه إلى حوالى ٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١١٢% فى المتوسط كما انخفض الوزن النسبى لحجم الأوراق المالى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٤٠% إلى ٤% خلال نفس الفترة.

تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى:

للتعرف على السياسة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى قمنا بدراسة مكونات المحفظة

الاستثمارية لعدد (٣) صناديق، كما تم استخراج الأوزان النسبية لمكونات محافظ تلك الصناديق وذلك من خلال تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) وتم اختيار عينة من تلك الصناديق هى صندوق استثمار بنك الإسكندرية الأول وصندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين وصندوق بنك كريدى أجريكول الأول.

تتميز السياسة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى بارتفاع الأهمية النسبية للاستثمار فى الأسهم وهذا يتسق مع هدف تلك الصناديق وهو تحقيق النمو الرأسمالى إلا أن ذلك يؤثر على عملية تنويع الاستثمارات فى الأدوات الأخرى مثل السندات ووثائق الاستثمار الأخرى.

(١) السياسة الاستثمارية لصندوق بنك الإسكندرية الأول

جدول رقم (٩) مكونات المحفظة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى **(القيمة بالمليون جنيه)**

البيان	بنك الإسكندرية الأول		المجموعة العربية المصرية للتأمين		بنك كريدى أجريكول الأول	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
الأسهم	53.8	439	6.9	34.8	38.3	141.3
سندات الشركات	7	1.6	3.4	0.4	5.9	1.0
أوراق مالية حكومية	5.8	-	-	-	3.6	0.6
شهادات إيداع البنك المركزى	-	-	-	-	-	-
وثائق استثمار صناديق أخرى	-	-	-	-	-	-
أوراق مالية أخرى	-	-	-	-	-	-
أذون خزانة	-	-	-	3.0	-	-
استثمارات متداولة فى أوراق مالية	69.1	441	10.3	38.2	47.8	142.9
نقدية بالبنوك	23.5	98.1	2.7	5.8	11.0	48.9
إجمالى الاستثمارات	93.9	502.1	13.1	44.8	60.4	169.0

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٩) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لبنك الإسكندرية الأول على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٦٩ مليون جنيه إلى حوالى ٤٤١ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٠٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٧٣,٤% إلى ٨٧,٨% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٢٤ مليون جنيه إلى حوالى ٩٨ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦١,٦% فى المتوسط، كما إنخفض الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٢٥% إلى ١٩,٥% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٥٤ مليون جنيه إلى حوالى ٤٣٩ مليون جنيه

خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٤٣% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المحلية إلى الاستثمارات المتداولة والأوراق المالية من٧٨,٣ % إلى ٨٧,٤% خلال نفس الفترة.

٤- انخفض حجم سندات الشركات من حوالى ٧ مليون جنيه إلى حوالى ٢ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى١٥,٤% فى المتوسط، كما تراجع الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٧,٤% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

٥- بلغ حجم الأوراق المالية الحكومية والمضمونة من الحكومة حوالى ٦ مليون جنيه عام ٢٠٠٢ وكان الوزن النسبى لحجم الأوراق المالية الحكومية إلى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ٦% خلال نفس العام وتم العدول فى الاستثمار فى الأوراق المالية الحكومية عام ٢٠٠٧.

(٢) السياسة الاستثمارية لصندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٩) يتضح لنا مكونات محفظة الاستثمارية لصندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة والأوراق المالية من حوالى ١٠ مليون جنيه إلى حوالى ٣٨ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٥٤,٢% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٧٧% إلى ٨٥,٣% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٣ مليون جنيه إلى حوالى ٦ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٢٣% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٢٠,٦% إلى ١٣% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٧ مليون جنيه إلى حوالى ٣٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٨١% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المحلية إلى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٦٧% إلى ٩١% خلال نفس الفترة.

٤- انخفض حجم سندات الشركات من حوالى ٣ مليون جنيه إلى حوالى ٤٠٠ ألف جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٧,٦% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٣٣% إلى ١% خلال نفس الفترة.

٥- بلغ حجم أذون الخزانة حوالى ٣ مليون جنيه عام ٢٠٠٧ وبلغ الوزن النسبى لأذون الخزانة إلى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ٧,٩% خلال نفس العام ولم يستثمر الصندوق أى أموال فى أذون الخزانة عام ٢٠٠٢.

(٣) السياسة الاستثمارية لصندوق بنك كريدى أجريكول الأول

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٩) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق

بنك كريدى أجريكول الأول على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٤٨ مليون جنيه إلى حوالى ١٤٣ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٤٠% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٧٩% إلى ٨٤,٥% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ١١ مليون جنيه إلى حوالى ٤٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦٩% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ١٨,٢% إلى ٢٨,٩% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المالية من حوالى ٣٨ مليون جنيه إلى حوالى ١٤١ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٥٣,٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المالية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولى فى الأوراق المالية من ٨٠% إلى ٩٩% خلال نفس الفترة.

٤- ارتفع حجم سندات الشركات من حوالى ٦ مليون جنيه إلى حوالى مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٦,٦% فى المتوسط، كما ارتفع حجم سندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١٢,٣% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

٥- إنخفض حجم الأوراق المالية الحكومية والمضمونة من الحكومة من حوالى ٤ مليون جنيه إلى حوالى ٦٠٠ ألف جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٢٩% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأوراق المالية الحكومية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٧,٥% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

المبحث الرابع

العوامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد

تقوم صناديق الاستثمار بتعبئة المدخرات من الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمار فى الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية، ويؤدى التغير فى أسعار الأوراق المالية إلى إعادة تخصيص الموارد إلى الاستخدامات الأكفء، وذلك فى ظل توافر المعلومات عن جانبى الطلب والعرض، وبالتالى توجه صناديق الاستثمار الموارد المالية نحو الاستثمار فى الأنشطة ذات المزايا النسبية.

تساهم سوق الأوراق المالية فى تحقيق الكفاءة الاقتصادية على المستوى الكلى حيث يمكن استخدام أدوات السياسة الاقتصادية الكلية المرتبطة بنشاط سوق الأوراق المالية مثل سعر الفائدة أو شروط تسجيل الأسهم الجديدة للتأثير فى حجم واتجاهات الاستثمار، بينما تقوم أسواق الأوراق المالية بتخصيص الموارد من خلال الدور المباشر للأسعار فى سوق الإصدار، والدور التوجيهى لسوق التداول حيث توجه سوق الأوراق المالية الاستثمارات نحو الأنشطة والمنشآت ذات المزايا النسبية التى تتسم بارتفاع الكفاءة، حيث ترتفع القيمة السوقية للشركات التى تنتمى إلى قطاعات

تتسم بارتفاع عائد الاستثمار، مما يؤدى إلى انخفاض تكلفة تمويلها وزيادة الثقة فـــى الأنشـــطة الاستثمارية لتلك القطاعات، ويؤدى ذلك إلى زيادة تخصيص الموارد المالية فى هـــذه الأنشـــطة المميزة.[٢٢]

ارتفاع حجم الإصدارات الجديدة وأثره على أداء صناديق الاستثمار

يعتبر حجم الإصدارات الجديدة أحد المؤشرات على قيام سوق الإصدار بزيادة الاستثمارات، حيث تتضمن الإصدارات الجديدة تأسيس شركات جديدة وزيادة رؤوس أموال الشركات القائمـــة بالإضافة إلى حصول الشركات على الأموال من خــلال إصــدار المســتندات، وزيـــادة حجـــم الإصدارات الجديدة يؤدى إلى زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على زيادة الاستثمارات وبالتالى توفير الفرص الاستثمارية وزيادة قدرة صناديق الاستثمار على تخصيص مواردها الماليـــة فـــى الاستثمارات الكفء.

سوق الإصدار هو السوق الأولي الذي يتم فيه التعامل في الأوراق المالية الجديدة التي يـــتم إصدارها لأول مرة سواء عند تأسيس الشركات أو عند الزيادة في رأس المال، ويعتبـــر ســـوق الإصدار حلقة وسط بين المدخرين وبين الشركات والهيئات الحكوميـــة التـــي تصـــدر الأوراق المالية، حيث يتيح سوق الإصدار للمدخرين فرصا متعددة لإستثمار مدخراتهم، كما يتيح للشركات والهيئات الحكومية الحصول على إحتياجاتهم من الأموال اللازمة للتوسع والنمو.

جدول رقم (١٠) تطور سوق الإصدار فى مصر **(القيمة بالمليون جنيه)**

السنوات	قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم			قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات	قيمة الإصدارات الجديدة من اسهم وسندات الشركات	قيمة الإصدارات من السندات الحكومية	إجمالي الإصدارات الجديدة
	عند التأسيس	عند زيادة رأس المال	إجمالي الأسهم				
١٩٩٦	٩٥١٢	٦٠٤٦	١٥٥٥٨	٩٢٠	١٦٤٧٨	٤٠٠٠	٢٠٤٧٨
١٩٩٧	١٢٠٨٨	٦٢٠١	١٨٢٨٩	١١٤٥	١٩٤٣٤	ـــــــ	١٩٤٣٥
١٩٩٨	٢٠٩٢٦	١٢٣٠١	٣٣٢٢٧	٥٧٥	٣٣٨٠٢	١٥٠٠	٣٥٣٠٢
١٩٩٩	٣٣٢٩٢	١٤٦٧٨	٤٨٠٥٩	٣٠١٣	٥١٠٧٢	٤٥٠٠	٥٥٥٧٢
٢٠٠٠	٦٠٢٥	١١٠٣٥	١٧٠٦١	٣٩٢	١٧٤٥٣	٣٠٠٠	٢٠٤٥٣
٢٠٠١	٥٢٦٥	٩١٧٧	١٤٤٤٣	٨١٠	١٥٢٥٣	ـــــــ	١٥٢٥٣
٢٠٠٢	٤٣٧٠	١٠٩٦٦	١٥٣٣٦	٥٠٠	١٥٨٣٦	ـــــــ	١٥٨٣٦
٢٠٠٣	٣٣٨٣	١٥٤١٣	١٨٧٩٦	ـــــــ	١٨٧٩٦	ـــــــ	١٨٧٩٦
٢٠٠٤	٧٠١٦	١٤٣٤٨	٢١٣٦٤	١٤٠٢	٢٢٧٦٦	١٣٠٠٠	٣٥٧٦٦
٢٠٠٥	٨٩٢٣	٢٨٠٦٢	٣٦٩٨٤	٤٩٦٦	٤١٩٥٠	٢٣٠٠٠	٦٤٩٥٠
٢٠٠٦	٢٨٠١٣	٥٥٨٥٨	٨٣٨٧٢	٧٩٩	٨٤٦٧١	١٦٠٠٠	١٠٠٦٧١

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال – مركز المعلومات – وزارة التخطيط

وبملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (١٠) الذي يوضح تطور سوق الإصدار في مصـــر يتبين لنا ما يلي:

١) بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات حوالي ١٤٦ مليار جنيه خلال الفترة (١٩٩٧ – ٢٠٠١) في حين بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات حوالي ٢٣٦ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٦).

٢) بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم حوالي ١٣١ مليار جنيه خلال الفترة (١٩٩٧–٢٠٠١) تمثل ٨٩,٨% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال تلك الفترة في حين بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم حوالي ١٧٦ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢– ٢٠٠٦) تمثل ٧٤,٦% خلال نفس الفترة.

٣) بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات حوالي ٦ مليار جنيه خلال الفترة (١٩٩٧–٢٠٠١) تمثل ٤,١% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال تلك الفترة، في حين بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات حوالي ٧,٧ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢–٢٠٠٦) تمثل ٣,٣% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال نفس الفترة.

٤) بلغت الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية حوالي ٩ مليار جنيه خلال الفترة (١٩٩٧ – ٢٠٠١) تمثل ٦,٢% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال تلك الفترة، في حين بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية حوالي ٥٢ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٦) تمثل ٢٢,١% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال نفس الفترة.

تجدر الإشارة إلى أن زيادة حجم الإصدارات الجديدة فى البورصة المصرية يؤدى إلى توفير فرص استثمار جديدة وبالتالى يكون لزيادة حجم الإصدارات الجديد تأثير إيجابى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد فى الاستثمارات الكفء فى البورصة المصرية.

ثانياً: ارتفاع القيمة السوقية للأسهم وأثره على أداء صناديق الاستثمار

يؤدى زيادة القيمة الدفترية للأسهم والسندات المقيدة فى سوق الأوراق المالى إلى زيادة نمو الاستثمارات، حيث يؤدى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم والسندات إلى زيادة حصيلة الإصدارات الجديدة وانخفاض تكلفة التمويل للشركات المتداولة فى البورصة وارتفاع كفاءة الاستثمارات وزيادة الثروة التى ينفق جزء منها على الاستثمار،

يشير تتبع أداء سوق التداول في مصر إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة بشكل ملحوظ اعتبارا من عام ٢٠٠٤، وتتأثر قيمة التداول السنوي في سوق التداول بعدد من العناصر من أهمها الوضع الاقتصادى العام ومستوى الإفصاح والشفافية في الأوراق المالية ومستوى خدمات الوساطة في الأوراق المالية.

تعتبر قيمة التداول السنوي من أهم المؤشرات التي يمكن من خلالها الحكم على نشاط سوق التداول، حيث تعبر قيمة التداول السنوي عن درجة نشاط السوق، في حين يعتبر رأس المال السوقي من أهم المؤشرات التي يمكن من خلالها الحكم عن نشاط سوق التداول حيث يعبر رأس المال السوقي عن حجم السوق.

جدول رقم (١١) تطور سوق التداول فى مصر (القيمة بالمليون جنيه)

السنوات	قيمة التداول لأسهم وسندات مقيدة	قيمة التداول لأسهم وسندات غير مقيدة	إجمالي قيمة التداول السنوي	رأس المال الإسمي	رأس المال السوقى	عدد الشركات المقيدة	عدد الشركات المتداول أوراقها	نسبة رأس المال السوقي إلى رأس المال الإسمي
١٩٩٦	٨٧٦٩	٢١٩٨	١٠٩٦٨	١٣٦٧٣	٤٨٠٨٦	٦٤٦	٣٥٤	٣,٥
١٩٩٧	٢٠٢٨٢	٣٩٣٧	٢٤٢٢٠	١٨٢٩١	٧٠٨٧٣	٦٥٠	٤١٦	٣,٩
١٩٩٨	١٨٥٠١	٤٨٦٣	٢٣٣٦٤	٣٣٨٣٦	٨٣١٤٠	٨٦١	٥٥١	٢,٥
١٩٩٩	٣٢٨٥١	٦٢٣٥	٣٩٠٨٦	٤٧٠٧٧	١١٢٣٣١	١٠٣٣	٦٦٣	٢,٤
٢٠٠٠	٤٥٧٤٦	٧٦٦٠	٥٣٤٠٦	٧٤٦٣٨	١١٩٧٧٨	١٠٧٦	٦٥٩	١,٦
٢٠٠١	٢٤٦٥٨	٧٠١٦	٣١٦٧٤	٨٣٠٢٠	١١١٣٣٣	١١١٠	٦٣٤	١,٣
٢٠٠٢	٢٥٨٠٧	٨٣٨١	٣٤١٨٨	٩٢٠٣٠	١٢٢٠١٤	١١٥٠	٥٧٤	١,٣
٢٠٠٣	٢٣٠٣٩	٤٧٤٤	٢٧٧٨٣	٩٧٦٩٩	١٧١٩٢٢	٩٦٧	٤٩٩	١,٨
٢٠٠٤	٣٦١٢٤	٦٢٤٩	٤٢٣٧٣	١٠٣٢٣٧	٢٣٣٨٨٧	٧٩٢	٤٥٥	٢,٣
٢٠٠٥	١٥٠٨٦٠	٩٤٧٣	١٦٠٣٣٢	١٠٦١٤٢	٤٥٦٢٧٨	٧٤٤	٣٩٩	٤,٣
٢٠٠٦	٢٧١١١١	١٥٩٧٩	٢٨٧٠٩١	١١٨٦٤٣	٥٣٣٩٦٨	٦٠٣	٣٥٩	٤,٥

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال – مركز المعلومات

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم(١١) الذي يوضح تطور سوق التداول في مصر تبين لنا ما يلي:

١) ارتفعت قيمة التداول السنوي من حوالي ١١ مليار جنيه عام ١٩٩٦ إلى حوالي ٥٣,٤مليار جنيه عام ٢٠٠٠ بمعدل نمو سنوي ٩٦,٨% في المتوسط خلال لتك الفترة، ولكنها تراجعت لتسجل حوالي ٢٧,٨ مليار جنيه عام ٢٠٠٣ بمعدل نمو سنوي ٣٠,٨%، ثم ارتفعت بعد ذلك لتسجل حوالي ٢٨٧ مليار جنيه عام ٢٠٠٦.

٢) أرتفع رأس المال الاسمي خلال الفترة (١٩٩٦– ٢٠٠١) من حوالي ١٣,٧مليار جنيه الى حوالي ٨٣ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ١٠٢% في المتوسط خلال لتك الفترة، في حين ارتفع رأس المال الاسمي خلال الفترة (٢٠٠١– ٢٠٠٦) من حوالي٨٣ مليار جنيه إلى حوالي ١١٨,٦ مليار جنيه، بمعدل نمو سنوي ٨,٦% خلال تلك الفترة .

٣) إرتفع رأس المال السوقي خلال الفترة (١٩٩٦ – ٢٠٠١) من حوالي ٤٨ مليار جنيه إلى حوالي ١١١ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٢٦,٤% في المتوسط، في حين ارتفع رأس المال السوقي خلال الفترة (٢٠٠١ – ٢٠٠٦) من حوالي ١١١مليار جنيه إلى حوالي ٥٤٣ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٧٦ % في المتوسط خلال تلك الفترة.

٤) إنخفضت نسبة رأس المال السوقي إلى رأس المال الاسمي خلال الفترة من (١٩٩٦ – ٢٠٠١) من ٣,٥ مرة إلى ١,٣ مرة، ولكنها إرتفعت خلال الفترة (٢٠٠١– ٢٠٠٦) من ١,٣ مرة إلى ٤,٥ مرة .

٥) إرتفعت عدد الشركات المقيدة في سوق التداول خلال الفترة (١٩٩٦ – ٢٠٠٢) من ٦٤٦ شركة إلى ١١٥٠ شركة ولكن عدد الشركات المقيدة إنخفض إلى ٦٠٣ شركة عام ٢٠٠٦، ويرجع ذلك إلى ضوابط قيد الشركات في البورصة.

٦) إرتفع عدد الشركات المتداول أوراقها في سوق التداول خلال الفترة (١٩٩٦ – ٢٠٠١) من ٣٥٤ شركة إلى ٦٣٤ شركة، واعتبارا من عام ٢٠٠١ تراجع عدد الشركات المتداول أوراقها لتسجل ٣٥٩ عام ٢٠٠٧.

يؤدى إرتفاع القيمة السوقية للأسهم إلى نمو الاستثمارات فى البورصة المصرية، وقيام صناديق الاستثمار بتخصيص مواردها فى الأسهم المتداولة فى البورصة يؤدى إلى تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة إرتفاع القيمة السوقية للأسهم وبالتالى يكون إرتفاع القيمة السوقية للأسهم له تأثير إيجابى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد.

ثالثاً: زيادة الاستثمار الأجنبى غير المباشر وأثره على تخصيص الموارد

تعتبر زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبى غير المباشر إلى مصر أحد المؤشرات المهمة لنجاح البورصة المصرية فى نمو الاستثمارات.

يمكن القول بصفة عامة أن حركة تعاملات الأجانب في البورصة المصرية كبيرة ومؤثرة في إتجاه البورصة وحركة الأسعار، حيث تعتبر الأموال التي يضخها الأجانب في البورصة أموال سريعة الحركة فهي تدخل وتخرج من السوق بلا أي عوائق ضريبية، ولا يوجد شروط تتعلق بالحد الزمني الأدنى لحيازة الأسهم قبل تداولها، ولا يوجد أي شرط بضرورة إستثمار جزء من أرباح الأجانب من البورصة في البورصة نفسها، وتعتبر البورصة على هذا النحو واحدة من المواقع الضعيفة في الاقتصاد المصري، حيث تؤثر عمليات المضاربة الأجنبية في إتجاه البورصة وفي حركة أسعار الأسهم، مما يتطلب ضرورة النظر في وضع ضوابط تحكم حركة الأموال الأجنبية في البورصة المصرية. [٢٣]

جدول رقم (١٢) حركة تعاملات الأجانب في البورصة المصرية القيمة بالمليون جنيه

السنوات	مشتريات الأجانب	مبيعات الأجانب	إجمالى تعاملات الأجانب	صافى تعاملات الأجانب	قيمة التداول داخل المقصورة	نسبة الشراء لإجمالى قيمة التداول (%)	نسبة البيع لإجمالى قيمة التداول (%)	نسبة إجمالى تعاملات الأجانب الى اجمالى قيمة التداول (%)
١٩٩٨	٣٤٠٦	٤٣٩٦	٧٨٠٢	(-)٩٩٠	١٨٥٠١	%١٨,٤	٢٣,٨	٤٢,٢
١٩٩٩	٨٨٣٦	٥٦١١	١٤٤٤٧	(-)٣٢٢٥	٣٢٨٥١	%٢٦,٩	١٧,١	٤٤
٢٠٠٠	١١٦٢٧	٧٥٦٥	١٩١٩٢	٤٠٦٢	٤١٧٤٥	%٢٧,٩	١٨,١	٤٦
٢٠٠١	٤٠٧٥	٣٧٩٩	٧٨٧٤	٢٧٦	٢٤٦٥٨	%١٦,٥	١٥,٤	٣١,٩
٢٠٠٢	٥١٣٠	٤٥٧٠	٩٧٠٠	٥٦٠	٢٥٨٠٧	%١٩,٩	١٧,٧	٣٧,٦
٢٠٠٣	٥١٣٧	٤٣٣٩	٩٤٧٦	٧٩٨	٢٣٠٣٩	%٢٢	١٨,٨	٤١,١
٢٠٠٤	١٠٠٢٦	٩٧٣٩	١٩٧٦٥	٢٨٧	٣٦١٣٤	%٢٨	٢٧	٥٤,٧
٢٠٠٥	٤٧٨١١	٤٠٧٨٠	٨٨٥٩١	٧٠٣١	١٥٠٨٥٩	%٣٢	٢٧	٥٨,٧
٢٠٠٦	٨٨٣١٣	٧٢٠٠٦	١٦٠٣١٩	١٦٣٠٧	٢٧١١١١	%٣٢,٦	٢٦,٦	٥٩,١
٢٠٠٧	٨٦٩٩١	٩٦٩٤٢	١٨٣٩٣٣	(-)٩٩٥١	٣٢١٨٤٧	%٢٧	٣٠	٥٧,٢

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال – مركز المعلومات

وبملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (١٢) التي يوضح تطور حركة تعاملات الأجانب في سوق التداول تبين لنا ما يلي :

١) إرتفعت قيمة مشتريات الأجانب في البورصة خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) من حوالي ٤ مليار جنيه إلى حوالي ٨٨ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٤١٤% في المتوسط، كما إرتفعت نسبة شراء الأجانب لإجمالي قيمة التداول من ٢٦,٥% إلى ٣٢,٦% خلال نفس الفترة.

٢) إرتفعت قيمة مبيعات الأجانب في البورصة خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٦) من حوالي ٣٫٨ مليار جنيه إلى حوالي ٧٢مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٣٥٩% في المتوسط، كما إرتفعت نسبة مبيعات الأجانب لإجمالي قيمة التداول من ١٥,٤% إلى ٢٦,٦% خلال نفس الفترة.

٣) إرتفعت إجمالي تعاملات الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٦) من حوالي ٧,٩ مليار جنيه إلى حوالي ١٦٠مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٣٨٧% في المتوسط، في حين إرتفعت نسبة تعاملات الأجانب إلى إجمالي قيمة التداول خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) من ٣١,٩% إلى ٥٩,١% خلال نفس الفترة.

٤) سجلت صافي تعاملات الأجانب قيم سالبة عام ١٩٩٨ وعام ١٩٩٩، وسجلت أعلى معدل لها عام ٢٠٠٦ حيث بلغت حوالي ١٦ مليار جنيه، في حين سجلت أدنى معدل لها عام ٢٠٠١ حيث بلغت ٢٧٦ مليون جنيه، ولكنها سجلت قيمة سالبة عام ٢٠٠٧ بلغت حوالي ١٠ مليار جنيه.

وقد أكدت نتائج أحدى الدراسات أن انسحاب الاستثمارات الأجنبية المفاجئ من البورصة المصرية يؤدي في بعض الأحيان إلى تدهور البورصة، وقد إنتهت تلك الدراسة إلى النتائج التالية:[٢٤]

١) تمثل تعاملات الأجانب شراءً وبيعاً في البورصة المصرية المحدد الأساسي لنشاط البورصة صعوداً وهبوطاً.

٢) يتأثر مؤشر البورصة (Case30) بشكل مباشر بحركة تعاملات المستثمرين الأجانب، استناداً إلى التواجد المؤثر لمساهماتهم في شركات هذا المؤشر.

٣) تمثل مساهمات المستثمرين الأجانب قيما كبيرة تصل إلى درجة الإستحواذ في العديد من الشركات ذات التأثير في نشاط وحركة البورصة، وذلك سواء شركات مؤشر البورصة (Case30) أو غيرها من الشركات النشطة.

٤) تشير حركة تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة، وإلى تزايد ثقتهم في أداء البورصة المصرية، إلا أن صافي تعاملات المستثمرين الأجانب ضعيفة بالمقارنة بإجمالي قيمة التعامل شراء وبيعاً.

٥) ينتشر تواجد المستثمرين الأجانب عبر معظم القطاعات الاقتصادية مع شيء من التركيز على قطاعات البنوك والاسمنت والبترول وكذلك الاتصالات، وهي تمثل أهم القطاعات الحيوية والناجحة في الاقتصاد القومي.

وتجدر الإشارة إلى أن زيادة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة فى البورصة المصرية وما

يصاحبه من عمليات مضاربة تؤثر فى إتجاه البورصة وحركة الأسعار، كان لزيادة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة تأثيراً سلبياً على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد فى البورصة المصرية.

رابعاً: ارتفاع حجم أسواق التداول وأثره على أداء صناديق الاستثمار

(١) مؤشر رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي

تعتبر زيادة حجم سوق التداول من أهم المؤشرات المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار فى مصر حيث يعكس مؤشر رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مدى إتساع حجم السوق حيث يؤدى إرتفاع رأس المال السوقي إلى آثار إيجابية عن نشاط السوق، وبالتالي إتساع القاعدة الإستثمارية، ويعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق التداول على تعبئة رأس المال اللازم للإستثمار، أي قدرته على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار في الشركات المقيدة في السوق، ويتم قياس المؤشر كنسبة بين القيمة السوقية للأسهم المقيدة في سوق إلى الناتج المحلى الإجمالي.

جدول رقم (١٣) مؤشرات حجم سوق التداول القيمة بالمليون جنيه

السنوات	رأس المال الإسمي	رأس المال السوقي	عدد الشركات المقيدة	متوسط حجم الشركة	الناتج المحلي الإجمالي *	نسبة رأس المال السوقي الى الناتج المحلي الإجمالي (%)
١٩٩٦	١٣٦٧٣	٤٨٠٨٦	٦٤٦	٢١	٢٢٩٤١٧	٢١,٠
١٩٩٧	١٨٢٩١	٧٠٨٧٣	٦٥٠	٢٨	٢٥٧٢٦١	٢٧,٦
١٩٩٨	٣٣٨٣٦	٨٣١٤٠	٨٦١	٣٩	٢٨٧٤٣١	٢٩,٠
١٩٩٩	٤٧٠٧٧	١١٢٣٣١	١٠٣٣	٤٦	٣٠٧٦٠٠	٣٦,٦
٢٠٠٠	٧٤٦٣٨	١١٩٧٧٨	١٠٧٦	٦٩	٣٤٠١٠٠	٣٥,٣
٢٠٠١	٨٣٠٢٠	١١١٣٣٣	١١١٠	٧٥	٣٥٨٧٠٠	٣١,١
٢٠٠٢	٩٢٠٣٠	١٢٢٠١٤	١١٥٠	٨٠	٣٨١٧١٧	٣٢,٠
٢٠٠٣	٩٧٦٩٩	١٧١٩٢٢	٩٦٧	١٠١	٣٩٠٦١٩	٤٤,١
٢٠٠٤	١٠٣٢٣٧	٢٣٣٨٨٧	٧٩٢	١٣٠	٤٥٦٣٢٢	٥١,٣
٢٠٠٥	١٠٦١٤٢	٤٥٦٢٧٨	٧٤٤	١٤٣	٥٠٦٥١١	٩٠,١
٢٠٠٦	١١٨٦٤٣	٥٣٣٩٦٨	٦٠٣	١٩٧	٥٨١١٤٤	٩١,٩

المصدر : البنك المركزي المصري – التقرير السنوي – النشرة الإحصائية الشهرية

*** الناتج المحلي الاجمالي بتكلفة عوامل الانتاج**

الهيئة العامة لسوق المال – مركز المعلومات وبالأسعار الجارية

يتضح من الجدول رقم (١٣) تطور مؤشر رأس المال السوقي كنسبة للناتج المحلي الإجمالي على النحو التالي :

١) إرتفع رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي في مصر خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠٠١) من حوالي ٢١% إلى حوالي ٣١%، ويرجع ذلك إلى إرتفاع رأس المال السوقي بمعدل نمو سنوي ٢٦,٤% خلال تلك الفترة، في حين إرتفع حجم الناتج المحلى الإجمالي بمعدل نمو سنوي ١١,٣% خلال نفس الفترة.

٢) إرتفع ذلك المؤشر خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٦) من حوالي ٣١,١% إلى حوالي ٩١,١%، ويرجع ذلك إلى إرتفاع رأس المال السوقي خلال تلك الفترة بمعدل نمو سنوي ٧٦% في المتوسط، في حين إرتفع حجم الناتج المحلى الإجمالي خلال نفس الفترة بمعدل نمو سنوي ١٢,٥% في المتوسط خلال نفس الفترة.

يشير تطور مؤشر رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في مصر إلى إرتفاع قيمة الأسهم في البورصة المصرية، فضلا عن زيادة قيمة الإصدارات الجديدة، الأمر الذي يؤكد زيادة قدرة البورصة المصرية على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات، وعلى الرغم من إرتفاع ذلك المؤشر إلا أن رأس المال السوقي ما زال أقل من الناتج المحلي الإجمالي.

(٢) مؤشر عدد الشركات المسجلة

يعكس هذا المؤشر مدى إتساع حجم السوق حيث يؤدى إرتفاع عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية إلى زيادة إتساع حجم السوق وبالتالي إرتفاع حجم الإستثمار كما يرتبط ذلك بإرتفاع رؤوس أموال.

ويوضح الجدول رقم (١٣) تطور عدد الشركات المسجلة ومتوسط حجم الشركة على النحو التالي:

١) إرتفع عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية من ٦٤٦ شركة عام ١٩٩٦ إلى ١١٥٠ شركة عام ٢٠٠٢، ولكن عدد الشركات المقيدة إنخفض إعتباراً من عام ٢٠٠٣ ليصل إلى ٦٠٣ شركة عام ٢٠٠٦، ويرجع ذلك إلى تطبيق ضوابط جديدة لقيد الشركات في البورصة المصرية.

٢) إرتفع متوسط حجم الشركات المقيدة خلال الفترة (١٩٩٦– ٢٠٠١) من ٢١ مليون جنيه إلى ٧٥ مليون جنيه، في حين إرتفع ذلك المؤشر خلال الفترة (٢٠٠١ – ٢٠٠٦) من ٧٥ مليون إلى ١٩٧ مليون جنيه.

يشير إنخفاض عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠٠٣ – ٢٠٠٦) إلى خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة من البورصة المصرية، في حين يعكس ارتفاع متوسط حجم الشركات المقيدة في البورصة المصرية ارتفاع استثمارات الشركات المقيدة في البورصة وبالتالي اتساع قدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

يعتبر إرتفاع حجم السوق دليل على إتساع القاعدة الاستثمارية فى البورصة المصرية وكان لإرتفاع حجم أسواق التداول تأثيراً إيجابياً على قدرة صناديق الاستثمار على تخصيص الموارد فى الاستثمارات الكفء المتداولة فى البورصة المصرية.

خامساً: ارتفاع سيولة سوق التداول وأثره على أداء صناديق الاستثمار

تعتبر سيولة سوق الأوراق المالية أحد السمات الرئيسة لكفاءة سوق التداول، وهذا يعنى القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، حيث تزداد سيولة السوق عند توافر ثلاث شروط، الشرط الأول هو عمق السوق أي وجود أوامر تداول على الأوراق المالية بصورة مستمرة، والشرط الثاني إتساع السوق أي وجود عدد كبير من أوامر الشراء والبيع، والشرط

الثالث هو سرعة إستجابة السوق، أي قدرة السوق على علاج أي خلل بين الطلب والعرض .

. يمكن قياس مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية من خلال مؤشرين هما قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي وقيمة التداول كنسبة من رأس المال السوقي.

(١) مؤشر قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلى الإجمالي

يعكس هذا المؤشر مدى سيولة السوق ويتم قياس هذا المؤشر كنسبة بين قيمة التداول والناتج المحلى الإجمالي وهذا يعنى مقارنة قيمة التداول بحجم الأقتصاد.

جدول رقم (١٤) مؤشرات سيولة سوق التداول القيمة بالمليون جنيه

السنوات	إجمالي قيمة التداول	رأس المال السوقى	الناتج المحلى الاجمالى *	نسبة التداول إلى الناتج المحلي الاجمالى (%)	نسبة التداول الى رأس المال السوقى (%)
١٩٩٦	١٠٩٦٨	٤٨٠٨٦	٢٢٩٤١٧	٤,٨	٢٢,٨
١٩٩٧	٢٤٢٢٠	٧٠٨٧٣	٢٥٧٢٦١	٩,٥	٣٤,٢
١٩٩٨	٢٣٣٦٤	٨٣١٤٠	٢٨٧٤٣١	٨,٢	٢٨,١
١٩٩٩	٣٩٠٨٦	١١٢٣٣١	٣٠٧٦٠٠	١٢,٧	٣٤,٨
٢٠٠٠	٥٣٤٠٦	١١٩٧٧٨	٣٤٠١٠٠	١٥,٧	٤٤,٦
٢٠٠١	٣١٦٧٤	١١١٣٣٣	٣٥٨٧٠٠	٨,٩	٢٨,٥
٢٠٠٢	٣٤١٨٨	١٢٢٠١٤	٣٨١٧١٧	٩,٠	٢٨,١
٢٠٠٣	٢٧٧٨٣	١٧١٩٢٢	٣٩٠٦١٩	٧,٢	١٦,٢
٢٠٠٤	٤٢٣٧٣	٢٣٣٨٨٧	٤٥٦٣٢٢	٩,٣	١٨,٢
٢٠٠٥	١٦٠٣٣٢	٤٥٦٢٧٨	٥٠٦٥١١	٣١,٧	٣٥,٢
٢٠٠٦	٢٨٧٠٩١	٥٣٣٩٦٨	٥٨١١٤٤	٤٩,٤	٥٣,٨

المصدر: البنك المركزي المصري – التقرير السنوي – النشرة الإحصائية الشهرية * الناتج المحلي الاجمالي بتكلفة عوامل الانتاج وبالأسعار الجارية

الهيئة العامة لسوق المال – مركز المعلومات

ويوضح الجدول رقم (١٤) إرتفاع مؤشر قيمة التداول السنوي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من ٤,٨% عام ١٩٩٦ إلى ١٥,٧% عام ٢٠٠٠، وخلال الفترة من (٢٠٠١ – ٢٠٠٤) تراوح ذلك المؤشر بين ٧,٢% و ٩%، ثم إتجه ذلك المؤشر إلى الارتفاع إعتبارا من عام ٢٠٠٥ ليسجل ٤٩,٤% عام ٢٠٠٦ .

يشير إرتفاع مؤشر قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠٠٦ إلى إرتفاع سيولة البورصة المصرية في ذلك العام، ويعني ذلك إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة، كما يشير إرتفاع ذلك المؤشر إلى حدوث تحسن في كفاءة البورصة خلال عام ٢٠٠٦ بالمقارنة بالفترة السابقة، حيث تشجع سيولة البورصة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

(٢) مؤشر قيمة التداول كنسبة من رأس المال السوقي

يعكس هذا المؤشر مدى سيولة السوق ويتم قياس المؤشر كنسبة بين قيمة التداول ورأس المال السوقي، ويعبر هذا المؤشر عن معدل دوران الأسهم في السوق، وإذا كان معدل الدوران

واحد صحيح كان متوسط تداول السهم في السنة مرة واحدة.

ويوضح الجدول رقم (١٤) تطور معدل دوران الأسهم في البورصة المصرية، حيث ارتفعت نسبة قيمة التداول إلى رأس المال السوقي من ٢٢,٨% عام ١٩٩٦ إلى ٤٤,٦% عام ٢٠٠٠، واتجه ذلك المؤشر إلى الانخفاض اعتباراً من عام ٢٠٠١ ليسجل حوالي ١٨% عام ٢٠٠٤، ولكن ذلك المؤشر إرتفع بشكل ملحوظ عام ٢٠٠٥ حيث سجل حوالي ٥٤%.

يشير إرتفاع معدل دوران الأسهم في البورصة المصرية عام ٢٠٠٦ إلى إرتفاع السيولة في البورصة المصرية، إلا أن معدل دوران الأسهم في البورصة المصرية يعتبر منخفضا عند مقارنته بمعدل دوران الأسهم في الدول المتقدمة، حيث بلغ معدل النمو السنوي لقيمة التداول حوالي ١٦١ % في المتوسط خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) في حين بلغ معدل النمو السنوي لرأس المال السوقي ٧٦% خلال نفس الفترة.

يؤدى إرتفاع سيولة السوق إلى وجود عدد كبير من أوامر الشراء والبيع وزيادة قدرة السوق على علاج أى خلل فى العرض والطلب وكان لإرتفاع سيولة السوق تأثير إيجابى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد فى الاستثمارات الكفء المتداولة فى البورصة المصرية.

سادساً: كفاءة التسعير فى البورصة وأثرها على أداء صناديق الاستثمار

يمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية في مصر عن طريق تحليل علاقة الإرتباط وتحليل الإنحدار لدراسة مدى إستجابة أسعار الأوراق المالية للتغير في معدلات التضخم وسعر الفائدة على الودائع وسعر الفائدة الحقيقي بإعتبارها من أهم المتغيرات التي تؤثر في حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية.

هناك عدد من المؤشرات تستخدم لقياس حالة سوق الأوراق المالية بشكل عام وبما تساعد على تلخيص الأداء الكلى للسوق ومن أمثلة تلك المؤشرات المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر.

ويمكن تلخيص أهم وظائف المؤشرات المستخدمة لقياس حالة سوق الأوراق المالية في قياس مستوى الأداء في السوق والتعبير عن الحالة الإقتصادية العامة وتقييم أداء محافظ الأوراق المالية وقياس المخاطر العامة. (٢٥)

وتنقسم مؤشرات سوق الأوراق المالية إلى مؤشرات وطنية ومؤشرات دولية، وتقيس المؤشرات الوطنية أداء سوق الأوراق المالية في بلد ما، في حين يتم نشر المؤشر الدولي ويضم ذلك المؤشر أكثر من ٢٠٠٠شركة في أكثر من عشرين دولة. (٢٦)

وقد تم بناء المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر في يناير ١٩٩٢، وقد إعتمد ذلك المؤشر على عينة تشمل على كافة أسهم الشركات المسجلة في البورصة، ويتم تحديد قيمة المؤشر على أساس القيمة السوقية لأسهم الشركات المسجلة في السوق ويتم حساب قيمة المؤشر بضرب عدد الأسهم المتداولة بكل شركة في سعر إقفال السهم في اليوم الذي تقاس فيه قيمة المؤشر ثم قسمة الناتج على القيمة السوقية لذات الأسهم في سنة الأساس ثم يضرب الناتج في

رقم الأساس.[٢٧]

وقد إرتفعت قيمة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٠٥) من ٢١٣ نقطة إلى ٦٢٦ نقطة بمعدل نمو سنوي ٣٨,٨% في المتوسط خلال تلك الفترة، في حين إرتفع ذلك المؤشر خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٦) من ٦١٣ نقطة إلى ٢٣٨١ نقطة بمعدل نمو سنوي ٥٢,١% في المتوسط خلال تلك الفترة ، الأمر الذي يعكس نشاط ملحوظ لسوق التداول في عام ٢٠٠٦.

فى دراسة لصندوق النقد الدول (١٩٩٩) لدراسة سلوك كفاءة التسعير فى البورصة المصرية أشارت النتائج إلى انخفاض وبطء درجة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات، مما يعكس ضعف فى كفاءة التسعير ويرجع ذلك إلى ثلاثة أسباب، السبب الأول هو محدودية المعلومات المتاحة عن الشركات المتداولة فى البورصة، والسبب الثانى سيطرة الشركات المغلقة على البورصة والسبب الثالث محدودية دور شركات الأوراق المالية فى نشر المعلومات وتحليلات عن السوق حيث يؤثر ذلك على إستجابة أسعار الأوراق المالية للتغير فى المعلومات.[٢٨]

تعتبر أسعار التضخم وأسعار الفائدة أهم المتغيرات الاقتصادية التى تؤثر على حركة الأسعار فى البورصة، حيث تشير الدراسات الاقتصادية فى الدول المتقدمة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية فى البورصة، وذلك لتعويض المستثمر عن إنخفاض القوة الشرائية للنقود، كما توضح النظرية الاقتصادية وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة وأسعار الأوراق المالية فى البورصة، وذلك لأن ارتفاع أسعار الفائدة يغرى المستثمر بالتخلى عن الاستثمار فى الودائع ذات الدخل المرتفع نتيجة ارتفاع سعر الفائدة والعكس صحيح، وتتسم سوق الأوراق المالية ذات الكفاءة بوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية.

فى دراسة لأحد الباحثين تشير النتائج إلى إنخفاض كفاءة التسعير فى البورصة المصرية خلال الفترة (١٩٩٤ – ٢٠٠٦) حيث اتضح ما يلى:[٢٩]

(١) أتضح من تحليل علاقة الارتباط بين معدل التضخم (المتغير المستقل) والمؤشر العام لأسعار السوق (المتغير التابع) وجود علاقة الارتباط ولكنها ضعيفة لأنها تبتعد الواحد الصحيح، وأسفرت نتائج تحليل الانحدار عن عدم معنوية معدل التضخم، الأمر الذي يؤكد أن استجابة المؤشر العام لأسعار السوق للتغير في معدل التضخم ضئيلة للغاية على عكس ما يتوقع وفقا لمفهوم النظرية الاقتصادية، الأمر الذي يؤكد ضعف كفاءة التسعير في البورصة المصرية.

(٢) أتضح من تحليل علاقة الارتباط وجود علاقة ارتباط قوية بين سعر الفائدة على الودائع (المتغير المستقل) والمؤشر العام لأسعار السوق (المتغير التابع) حيث بلغ معامل الارتباط بين هذين المتغيرين (٠,٩١ ــ) كما أتضح من نتائج تحليل الانحدار وجود اثر سالب ومعنوي لسعر الفائدة على الودائع على المؤشر العام لأسعار السوق، حيث يرجع ٨٤% من التغير في المؤشر العام لأسعار السوق (المتغير التابع) إلى سعر الفائدة على الودائع (المتغير المستقل)، الأمر الذي يؤكد إستجابة المؤشر العام لأسعار السوق لمتغيرات السياسة النقدية، ويشير ذلك إلى وجود

فرص مستقبلية لتحسين كفاءة البورصة المصرية.

وتجدر الإشارة إلى أن ضعف إستجابة حركة الأسعار فى البورصة إلى التغير فى معدلات التضخم يؤثر تأثيراً سلبياً على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد فى الاستثمارات الأكثر كفاءة فى البورصة المصرية.

سابعاً: ارتفاع درجة التركيز فى البورصة وأثره على أداء صناديق الاستثمار

تقاس درجة التركز في سوق الأوراق المالية بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في السوق من ناحية سيطرتها على حركة التداول أو سيطرتها على حصة كبيرة في رأس المال السوقي، وتعتبر السوق أكثر كفاءة عندما تنخفض نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول.

(١) درجة التركز من حيث التداول السنوي

يعتبر سوق الأوراق المالية أكثر كفاءة عندما تنخفض نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي قيمة التداول، أي أن إنخفاض درجة التركز من حيث قيمة التداول دليل على تطور كفاءة السوق.

جدول رقم (١٥) مؤشرات درجة التركز في سوق التداول القيمة بالمليون جنيه

السنوات	رأس المال السوقي للشركات الأكثر نشاطاً	رأس المال السوقي لإجمالي الأسهم	الأهمية النسبية للشركات الأكثر نشاطا بالنسبة لرأس المال السوقي (%)	قيمة التداول السنوي للشركات الأكثر نشاطا	قيمة التداول السنوي لإجمالي الأسهم	الأهمية النسبية للشركات الأكثر نشاطا بالنسبة لرأس المال السوقي (%)
١٩٩٦	١٦٩٩٩	٣٠٢٢٠	٥٦,٢٥	٤١٤٠	٨٢٨٣	٤٩,٩٨
١٩٩٧	٢٢٠٢٢	٤٤٠٠٦	٥٠,٠٤	٧٤٥٠	١٩٥٤٠	٣٨,١٣
١٩٩٨	١٨٥٩٦	٤٦٢٠٥	٤٠,٢٥	٥٣٧٣	١٦٦٤٧	٣٢,٢٨
١٩٩٩	٣٧٨٥٦	٤٦٩٥٣	٥٨,٢٨	١٨٩٠٢	٣٠٥٥٣	٦١,٨٧
٢٠٠٠	٢٧٨٤٩	٤٧٤٤٢	٥٨,٧	٣٣٩٨١	٤٢٦٣٥	٧٩,٧٠
٢٠٠١	٣٧١٤٩	٦٩٣٦٤	٥٣,٥٦	١٠١٥٥	١٥٨١٠	٦٤,٢٣
٢٠٠٢	١٦٧٤٧	٣٢٠٩٨	٥٢,١٨	٦٢٥٧	١١٥٥٨	٥٤,١٤
٢٠٠٣	٤٧٨٥٢	٣٧٠٧٦	٦٥,٤٨	١٢٦٢٩	١٩٧٢٦	٦٤,٠٣
٢٠٠٤	٩٦٣٤٩	١٤٢٦٧٩	٦٧,٥٣	٢٠١٨٥	٣٣٢٩٩	٦٠,٦٢
٢٠٠٥	٢٤٤٢٥٩	٣٧٩٧٤٩	٦٤,٣٢	٩٧١٨٠	١٤٢٠٢٩	٥٥,٥٧
٢٠٠٦	٢٦٧٣٥٦	٤٤٧٢٩١	٥٩,٧٧	١٦٠٠٦٨	٢٦١٢٣٢	٦١,٢٧
٢٠٠٧	٣٨٥٩٦٤	٦٦٧٥٢١	٥٧,٨٢	١٣٣٣٧٣	٢٩٥٧١٠	٤٥,١٠

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال – مركز المعلومات

يتضح من الجدول رقم (١٥) تطور مؤشر درجة التركز من حيث قيمة التداول، حيث سجلت الأهمية النسبية للشركات العشر الأكثر نشاط أدنى معدل لها عام ١٩٩٨ حيث سجلت ٣٢,٣% في حين سجلت أعلى معدل لها عام ٢٠٠٠، حيث سجلت ٧٩,٧% وقد إنخفضت درجة التركز بالنسبة لقيمة التداول إلى ٤٥% عام ٢٠٠٧.

يشير مؤشر درجة التركز من حيث قيمة التداول إلى سيطرة عشر شركات على حصة كبيرة من قيمة التداول السنوي، وعلى الرغم من إنخفاض درجة التركز من حيث قيمة التداول إلى حوالي ٤٥% عام ٢٠٠٧ إلا أنها ما زالت مرتفعة، حيث سيطرت المجموعة المالية هيرمس القابضة على نسبة ٨,٧% من قيمة التداول عام ٢٠٠٧، وهذا دليل على ضعف كفاءة سوق التداول.

(٢) درجة التركز من حيث رأس المال السوقي

يعتبر سوق الأوراق المالية أكثر كفاءة عندما تنخفض نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي، أي أن إنخفاض درجة التركز من حيث رأس المال السوقي دليل على تطور كفاءة السوق.

يتضح من الجدول رقم (١٥) تطور مؤشرات درجة التركز من حيث رأس المال السوقي، حيث سجلت الأهمية النسبية للشركات العشر الأكثر نشاطا أدنى معدل لها عام ١٩٩٨، حيث بلغت ٤٠,٣% وسجلت أعلى معدل لها عام ٦٧,٥% عام ٢٠٠٣ ووصلت درجة التركز من حيث رأس المال السوقي إلى ٥٧,٨% عام ٢٠٠٧.

يشير مؤشر درجة التركز من حيث رأس المال السوقي إلى سيطرة عشر شركات على حصة كبيرة من رأس المال السوقي حيث إرتفعت درجة التركز إلى حوالي ٥٨% عام ٢٠٠٧، حيث سيطرت شركة أوراسكم للإنشاء والصناعة على حصة كبيرة من رأس المال السوقي بلغت ١٧,٣% عام ٢٠٠٧؛ وهذا دليل على ضعف كفاءة سوق التداول.

وتجدر الإشارة إلى أن سيطرة عشر شركات على حصته كثيرة من رأس المال السوقى فى البورصة المصرية عام ٢٠٠٧ حيث استحوذت تلك الشركات على نسبة ٥٨% من رأس المال السوقى عام ٢٠٠٧ كان له تأثير سلبى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد، حيث يؤدى تركز استثمارات صناديق الاستثمار فى عدد محدود من الشركات المقيدة فى البورصة إلى إنخفاض كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد.

النتائج والتوصيات

استهدفت الدراسة التحليلية الكشف عن دور صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد فى البورصة المصرية، من خلال التعرف على أهمية صناديق الاستثمار وخصائصها وأهدافها والتحديات التى تواجهها، والتعرف على تصنيف صناديق الاستثمار.

واستهدفت الدراسة التطبيقية التعرف على دور صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات وإتضح زيادة حقوق حملة وثائق الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) وهذا دليل على زيادة قدرة صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات، وقد تراوحت نسبة الاسترداد فى الصناديق التى تم دراسة قوائمها المالية عام ٢٠٠٧ بين (٨٣% و٢٣%) وهناك عدد (٥) صندوق تجاوزت نسبة الاسترداد فى بعض الصناديق نسبة (٥٠%) وهذه النسبة تنذر بالدخول فى مخاطر التصفية حيث ينقض الصندوق إذا بلغت نسبة الاسترداد (٧٥%).

كما استهدفت الدراسة التطبيقية تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار، حيث إتضح أن

السياسة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى تتميز بإرتفاع الأهمية النسبية للاستثمار فى الأسهم وهذا يتسق مع هدف تلك الصناديق وهو النمو الاستثمار، إلا أن ذلك يؤثر على عملية تنويع الاستثمار فى الأدوات الأخرى مثل السندات ووثائق صناديق الاستثمار الأخرى، كما إتضح ان صناديق العائد الدورى تتميز بإرتفاع الأهمية النسبية للسيولة النقدية الذى تصل نسبتها إلى ٤٣% عام ٢٠٠٧، كما إتضح أن السياسة الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالى تتميز بإرتفاع الأهمية النسبية للاستثمار فى الأسهم حيث تصل تلك النسبة بين أكثر من ٥% عام ٢٠٠٧، كما تتميز محافظ بعض الصناديق بإرتفاع الوزن النسبى للسيولة النقدية وبعد ذلك تعطيلاً لأموال الصناديق عن البدائل الأخرى مثل السندات ووثائق صناديق الاستثمار الأخرى.

كما استهدفت الدراسة التطبيقية دراسة العوامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار فى البورصة المصرية، وإتضح أن إرتفاع حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وإرتفاع القيمة السوقية للأسهم الجديدة كان لهما تأثير إيجابى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد نتيجة لتعدد فرص الاستثمار فى الأسهم والسندات والارتفاع الملحوظ فى قيمتها السوقية.

كما إتضح أن زيادة الاستثمار الأجنبى غير المباشر كان له تأثير سلبى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد ويرجع ذلك إلى عمليات المضاربة التى يمارسها الأجانب والتى تؤثر فى إتجاه البورصة وحركة الأسعار.

كما إتضح أن زيادة سيولة سوق التداول له تأثير إيجابى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد وهذا يعنى قدرة البورصة على علاج أى خلل بين الطلب والعرض فى الأوراق المالية المتداولة، كما إتضح أن كفاءة التسعير فى البورصة كانت ضعيفة ويرجع ذلك إلى أن استجابة المؤشر العام لأسعار السوق للتغير فى معدل التضخم كانت ضئيلة للغاية خلال الفترة (٢٠٠٢ – ٢٠٠٧) الأمر الذى يعنى وجود تأثير سلبى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخفيض الموارد.

نتائج إختبار الفرض الأول:

نص الفرض الأول على أن كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد فى البورصة المصرية تتأثر بمجموعة من المتغيرات البيئية الداخلية التى ترتبط بالجوانب الإدارية لعملية الاستثمار فى صناديق الاستثمار بصفة عامة والأساليب المستخدمة فى إدارة محفظة الاستثمار بصفة خاصة.

وقام الباحث بإختبار صحة أو خطأ هذا الفرض وتشير النتائج إلى صحة هذا الفرض حيث إتضح من مكونات المحفظة الاستثمارية، أن صناديق النمو الرأسمالى تركز على تنويع المحفظة بين أدوات الاستثمار التى تحقق الهدف من تلك الصناديق وهو تحقيق النمو الرأسمالى، فى حين تركز صناديق العائد الدورى على تنويع المحفظة بين أدوات الاستثمار التى تحقق الهدف من تلك الصناديق وهو توزيع عائد دورى، بينما تركز صناديق العائد والنمو الرأسمالى على تنويع المحفظة بحيث تكون متوازنة لتحقيق الهدف من تلك الصناديق وهو تحقيق العائد الدورى بالإضافة إلى تحقيق النمو الرأسمالى.

نتائج إختبار الفرض الثانى:

نص الفرض الثانى أن كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد تتأثر بمجموعة من المتغيرات البيئة الخارجية التى ترتبط بدرجة كفاءة البورصة المصرية.

وقام الباحث بإختبار صحة أو خطأ هذا الفرض وتشير النتائج إلى صحة هذا الفرض حيث إتضح أن زيادة حجم الإصدارات الجديدة وإرتفاع القيمة السوقية للأسهم وإرتفاع حجم وسيولة سوق التداول كان لها تأثير إيجابى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد.

كما إتضح أيضاً أن زيادة الاستثمار الأجنبى غير المباشر وضعف كفاءة التسعير فى سوق التداول وإرتفاع الأهمية النسبية للشركات الأكثر نشاط (١٠ شركات) كان لها تأثير سلبى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد.

التوصيـــــات:

(١) تشجيع البنوك وشركات التأمين على تأسيس صناديق الاستثمار المفتوحة وزيادة رؤوس أموال تلك الصناديق بحيث لا يقل حجم الصندوق عن ٢٠٠ مليون جنيه وزيادة نسبة اكتتاب البنوك فى وثائق صناديق الاستثمار التى تؤسسها البنوك بحيث لا تقل عن ٥٠% من عدد الوثائق.

(٢) زيادة الحد الأدنى لرؤوس أموال صناديق الاستثمار المباشر إلى ٢٠٠ مليون جنيه وتشجيع البنوك وشركات التأمين على تأسيس تلك الصناديق لتقوم بدورها المنشود فى تنشيط البورصة المصرية.

(٣) إعداد دراسة لمستقبل سوق الأوراق المالية حتى تتمكن صناديق الاستثمار من الوقوف على إتجاهات الأسعار ومدى مناسبة الوقت للبيع أو الشراء، ثم دراسة قطاعات النشاط الإقتصادى للوقوف على أهميتها النسبية الحالية أو المستقبلية، وتحديد نسب الإستثمار فى كل قطاع، بحيث تكون تلك النسب مرنة ويعاد النظر فيها دورياً، ويفضل الاستعانة بأساليب التحليل الكمى، وأخيراً الاهتمام بتدريب العاملين فى شركات إدارة صناديق الاستثمار مع تحديد صلاحيات كل مستوى إدارى لاتخاذ قرارات تكوين وتدوير المحافظ المالية لصناديق الاستثمار.

(٤) الاهتمام بمدئى العائد والمخاطرة فى تكوين المزيج الأمثل للأوراق المالية المكونة للمحفظة، بالإضافة إلى الاهتمام بتوفير الاستثمارات قصيرة الأجل التى تتميز بالسيولة الكاملة لمواجهة طلبات إسترداد وثائق الصندوق، مع الاهتمام بالتحليل الفنى للأوراق المالية للتعرف على كفاءة السوق بجانب الاهتمام بتطبيق مبادئ المقارنة المرجعية Bench Mark مع مؤشرات السوق.

(٥) إعداد دراسة للتنبؤ بالنجاح أو الفشل للأوراق المالية الأمر الذى سوف يؤثر فى قرارات شركات إدارة صناديق الاستثمار بالاحتفاظ بالورقة المالية أو بيعها.

(٦) توفير جهاز متخصص لإجراء البحوث الميدانية والفنية على الشركات المتداول أوراقها فى سوق الأوراق المالية، مع ضرورة إعطاء مرونة أكبر للقائمين على الإستثمار فى الأوراق المالية عند اتخاذ قرارات البيع والشراء.

مراجع البحث

١) دكتور مصطفى رشدي شيحة– اقتصاديات النقود والمصارف والمال – دار المعرفة الجامعية – الإسكندرية – ص ٥٢٦.

٢) الهيئة العامة لسوق المال – قانون سوق المال ولائحته التنفيذية.

٣) دكتور محمد حلمي عبد التواب – البورصة المصرية والبورصات العالمية – مؤسسة الطوبجي للتجارة والطباعة والنشر – القاهرة ٢٠٠٤ ص ١٥٥ – ١٥٦.

٤) حسن محمد حافظ – تقييم السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار في البنوك المصرية – رسالة ماجستير – كلية التجارة – جامعة عين شمس – عام ٢٠٠٠ ص ٢٣.

٥) دكتور خيرى الجزيرى– مقدمة في مجال الاستثمار– مكتبة عين شمس ٢٠٠١ ص ١٩٥.

٦) دكتور محمد صالح الحناوى ودكتور جلال إبراهيم العبد – بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق – الدار الجامعية الإسكندرية ٢٠٠٢ ص ٢٠١.

٧) دكتور محمد صالح محمد – إدارة الأسواق المالية والبورصات – دار النهضة العربية – ص ٣٨١-٣٨٢.

٨) دكتور منير هندي – صناديق الاستثمار– في حومية صغار وكبار المدخرين – منشاة المعارف – الإسكندرية ١٩٩٩ ص ٣٨.

٩) دكتور منير هندي – صناديق الاستثمار – مرجع سابق – ص ٤٠/٤١

١٠) دكتور محمد صالح محمد –إدارة الأسواق المالية والبورصات ص٣٨٤

١١) الهيئة العامة لسوق المال – صناديق الاستثمار المباشر في مصر – مذكرات غير منشورة ص ٢٢-٢٣.

١٢) الهيئة العامة لسوق المال – القرار الوزاري رقم ٩٣٥ لسنة ١٩٩٦ الذي أضاف نشاط صناديق الاستثمار المباشر إلى الأنشطة التي يمكن للشركات العالمة في الأوراق المالية أن تزاولها.

١٣) دكتور هنري توفيق عزام – صناديق الاستثمار وأنواعها وكيفية إدارتها – مجلة المصارف العربية – أغسطس ١٩٩٣.

١٤) دكتور محمد صالح الحناوى ودكتور جلال العبد – بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ص ٢٠١ – ٢٠٣.

١٥) الدكتور إيهاب الدسوقى – اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠، ص١٩ – ٢٠.

١٦) أحمد عبد الله سويف – أساليب تقييم قرارات الاستثمار فى محفظة الأوراق المالية فى البنوك التجارية – رسالة دكتوراه – كلية التجارة جامعة المنوفية ١٩٩١، ص ٢١.

١٧) دكتور حسن توفيق – الاستثمار في الأوراق المالية – المنظمة العربية للتنمية الإدارية – القاهرة ١٩٧١ ص ٢٥.

١٨) طلعت أسعد عبد الحميد – إدارة البنوك – بدون ناشر – ص ١٠٢- ١٠٤.

١٩) دكتور خيرى الجزيرى – مرجع سابق ص ٢٠٣- ٢٠٤.

٢٠) دكتورة منى قاسم – صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين – الدار المصرية اللبنانية – مكتبة الأسرة ٢٠٠٠ ص ٨٢.

٢١) دكتورة منى قاسم– صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ص٨٣-٨٤.

٢٢) دكتور إيهاب الدسوقي – اقتصاديات كفاءة البورصة – دار النهضة العربية ٢٠٠٠ – ص١٩.
٢٣) أحمد السيد النجار، التحرير المالي في الاقتصاد المصري – كراسات إستراتيجية – مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية – مؤسسة الأهرام – العدد ٦٩ عام ١٩٩٨ – ص ٢٠.
٢٤) دكتورة زينب توفيق السيد عليوة – المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية – مجلة مصر المعاصرة – العدد ٤٨٢ – إبريل ٢٠٠٦ – ص ٥٠١ – ٥٠٢.

25) Henning. C. and others "Financial Markets and the Economy" Prentice – Hall – inc, Englewood Cliffs second Edition – 1978 – P. 7

26) Frank. J. Fabozzi – Institutions and Instruments, Capital Markets, Prentice – Hall Modigitians 1992.

٢٧) دكتور علاء الدين زهران ودكتور خالد عبد العزيز عطية – مؤشرات سوق الأوراق المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية – معهد التخطيط القومي – مذكرة خارجية رقم (١٦١٠) – القاهرة سبتمبر ٢٠٠٢.

28) Manro Mecagin and Maged Shawky "The Egyptian Stok Market – Efficiency Tests and Volatility Effects 0 IMF – Working Paper No 99/48 April – 1999– P. 17

٢٩) دكتور مصطفى النشرتي – تقييم كفاءة البورصة في مصر – بحث منشور في مجلة كلية التجارة وإدارة الأعمال – جامعة حلوان – العدد الأول السنة ٢٠٠٨.

تقييم أثر السياسات الإلزامية على عوائد ومخاطر صناديق الاستثمار

د. علي سعد محمد داود

مدرس بقسم إدارة الأعمال أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

القسم الأول:

مقدمة البحث

١ - تمهيد

تمثل صندوق الاستثمار أحد الأوعية الادخارية الهامة والتي تقوم بتجميع رؤوس الأموال بهدف استثمارها في محافظ الاستثمار المختلفة بما يوفر مصادر التمويل للشركات بجانب مجال لتعظيم ثروة الأفراد.

ويبلغ صناديق الاستثمار في مصر حوالي عدد ٤٠ صندوق تقريباً يقوم بإدارتها ما يقرب من ٢٠ مدير للصندوق.

وتتلخص أهم أهداف صناديق الاستثمار على مستوى الاقتصاد القومي وفقاً لما يلي:-

١- تنشيط حركة التعامل ببورصة الأوراق المالية من خلال الاستثمار في أوراق مالية مقيدة بالبورصة.

٢- الاستفادة من الخبرة المحترفة القائمة على إدارة صناديق الاستثمار الأمر الذي ترتب عليه تحقيق المستثمر الفرد لعائد أعلى مما كان يمكن تحقيقه بمعرفته.

٣- تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر الفرد من خلال التوزيع الكفء لمحفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار.

٤- تخفيض تكاليف الشراء والبيع للصفقات الكبيرة التي تعقدها صناديق الاستثمار.

كما تتلخص خطوات إدارة الصندوق في التعرف على الهدف من إنشاء الصندوق.

- محددات السياسة الاستثمارية وتتمثل في:-
  - مستوى المخاطر المقبول
  - النسب التي يتم على أساسها الاحتفاظ بأية أصل مالي في محفظة الصندوق وبالتناسب مع درجة المخاطر المقبولة.
- التنويع المطلوب في محفظة استثمار الصندوق:
  - الحد الأدنى من الأوراق المالية التي يتم الاحتفاظ بها.
  - الحد الأقصى لنسبة الاستثمار في كل ورقة مالية
  - الحد الأقصى لنسبة الاستثمار في كل قطاع من قطاعات البورصة
  - نسبة الحد الأدنى من السيولة بمحفظة استثمارات الصندوق.

- سياسات الاستثمار وتتمثل في:

- دفاعية/ منخفضة أي التحفظ تجاه المخاطر فتتركز الاستثمارات في السندات الحكومية واذون الخزانة والودائع المصرفية.
- هجومية أي محاولة تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة لتقلبات الأسعار.
- السياسة المتوازنة وهو الجمع بين تحقيق الأرباح وتحقيق مستوى منخفض من المخاطر.

- اختيار الأصول المالية
- قياس وتقييم الأداء

والسياسة الإلزامية التي وردت بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ دورا محوريا في طريقة تنفيذ خطوات الصندوق وبما يؤثر بالقطع على مستوى كل من العائد والمخاطرة.

وفي ذلك الإطار سنقوم باستعراض الأبحاث السابقة في مجال تقييم أداء صناديق الاستثمار خاصة النماذج الكمية المستخدمة وفقاً لما يلي:-

٢- الدراسات السابقة:

٢/١ دراسة سيد طيبي ١٩٩٧ (١)

تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر(دراسة نظرية وتطبيقية تناولت الدراسة عدداً من الجوانب المتعلقة بتجربة الصناديق سواء من ناحية السياسة الاستثمارية أو إدارة الصناديق وعرضت أهم القضايا المطروقة التي تؤثر بشكل مباشر على نشاط الصناديق.

وقد أكدت الدراسة وجود ارتباط بين المبادئ التي تقوم عليها سياسات الصناديق الاستثمارية والمبادئ التي يقوم عليها تكوين محفظة الأوراق المالية.

وقد قام الغرض الأساسي للدراسة على أن محفظة الأوراق المالية تكون فعالة إذا لم يوجد أي مزيج من الاستثمارات في الأوراق المالية يحقق عائداً متوقعاً أعلى عند نفس درجة المخاطرة أو عند درجة مخاطرة أقل عند نفس مستوي العائد المتوقع وهذا الغرض يبرر العائد والمخاطر أو ما يطلق عليه المحفظة الكفء.

وقد أسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

١- كبر حجم الأموال المستثمرة في بعض الصناديق في فترات يكون السوق فيها غير مستقر بالنسبة لأسعار الأسهم خاصة عندما تخضع موجودات الصندوق للتقييم لإيجاد سعر سوقي لوحدة الاستثمار خاصة إذا واجه طلباً متزايداً لاسترداد قيمة الوحدات مما يؤثر سلبياً على استقرار السوق.

٢- عدم الاستفادة من تحليل البيانات الاقتصادية حيث يتوقف نجاح إدارة الصندوق على

---

(١) سيد الطيبي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر "دراسة نظرية وتطبيقية" ندوة صناديق الاستثمار بجامعة الازهر، ١٩٩٧.

توافر تنبؤات اقتصادية سليمة بحيث تكشف عن أوضاع القطاعات الاقتصادية النامية وتوافر مجموعة من المؤشرات الضرورية للاسترشاد بها في توزيع أموال الصندوق.

٣- عدم الاستفادة من البدائل الاستثمارية المتاحة حيث يتوافر لدى الصناديق في أي وقت مجموعة من البدائل الاستثمارية فإذا ما أحسنت عملية الشراء والبيع في الوقت المناسب حسب تطور أوضاع السوق وبحيث يتم التحويل من أسهم عادية إلى أدوات استثمارية أخرى حسب الظروف فإن ذلك من شأنه أن يحقق أهداف الصندوق.

وقد انتهت الدراسة إلى عدداً من التوصيات:-

١- وجوب مراعاة القدرة الاستيعابية للسوق.

٢- مزيد من الإفصاح ونشر المعلومات.

٣- العمل على توسيع السوق بأدوات مالية جديدة وتعميقه بمتعاملين محتملين وذلك بتحسين نوعية التحليل التي يعتمد عليها المتعاملون بالبورصة لقطف ثمار الفرص الاستثمارية المربحة.

٢/٢- دراسة جيهان حسن محمود ١٩٩٩

تقييم أداء صناديق الاستثمار في سوق المال المصرية تتركز مشكلة هذه الدراسة في كيفية إمكان تنشيط السوق في ظل سوق مالي صاعد له داخل منخفض ومدخرات منخفضة مع إرتفاع درجة المخاطره.

وقد هدفت الباحث إلى إيجاد أسلوب أو طريقة تستطيع أن تتغلب على هذه المشكلة بتحقيق ميزتين أساسيتين.

١. الاستفادة من اقتصاديات الحجم الكبير وتقليل تكلفة العمليات بدفع عمولات بيع وشراء منخفضة.

٢. رفع مستوى مهارة الإدارة بما يجعلها قادرة على تحقيق التنويع الجيد والتوازن بين المخاطرة والعائد وقد خلصت الدراسة الى النتائج التالية:

أ- لا يمكن الصناديق أن تعمل بمعزل عن السوق فهي جزء منه حيث دلت نتائج أداء الصناديق خلال فترة الدراسة على ترابطها بأداء السوق الكلي.

ب- عدم استطاعة مديرو الصناديق إنشاء المحفظة جيدة التنوع بسبب تركيزهم الشديد على أسهم معينة بجانب نقض الأدوات التي تتعامل مع المخاطر.

جـ- أن تنشيط التداول في الأسواق الناشئة يتوقف على حجم المعاملات الكبيرة للمؤسسات والتي يؤدي تواجدها إلى رفع الأسعار كما يؤدي انسحابها إلى خفض الأسعار في سوق التداول.

٣/٢- دراسة عبد العاطي لاشين ٢٠٠١ (١)

بناء محفظة أسهم مثلي لصناديق الاستثمار المصرية وتتلخص مشكلة البحث في عدم وضوح أسس لإدارة محفظة الأسهم في صناديق الاستثمار المصرية في ظل وجود مجموعة من القيود

---

(١) عبد العاطي لاشين محمد منسي، بناء محفظة اسهم مثلى لصناديق الاستثمار المصرية، مجلة البحوث التجارية كلية التجارة - جامعة الزقازيق، المجلد الثالث والعشرون العدد الثاني يوليو ٢٠٠١

القانونية والفنية على الاستثمار في سوق الأسهم فيها وقد يكون انخفاض أداء بعض صناديق الاستثمار المصرية راجع لذلك.

ولذا فقد أستهدف الباحث وضع نموذج كمي يساعد مستخذ القرار الاستثماري في الأسهم لدى صناديق الاستثمار المصرية يمكن من الوصول إلى محفظة أسهم مثلي.

وقد اقترح الباحث النموذج التالي:

$$Max\ Rp = \Sigma\ Ri\ Xj$$

Subject to

$$\Sigma\ Xj = 1$$

$$\Sigma\ Bi\ Xi = 1$$

$$XI \geq L$$

$$XI \geq 0.1\ K$$

$$XI \geq 0.15\ Ci$$

حيث Rp يمثل عائد محفظة الأسهم

Ri يمثل عائد السهم

Xi يمثل نسبة الاستثمار في السهم من إجمالي المبلغ المخصصة للاستثمار في محفظة الأسهم لصناديق الاستثمار المصرية.

Bi تمثل معامل انحدار عائد الورقة مع السوق

L يمثل نسبة الاستثمار كقيد داخلي في الصندوق.

K يمثل رأس المالي المصدر للصندوق ويفترض أنه واحد صحيح أيضاً.

Ci يمثل عدد الأسهم المصدر للشركة مصدره الأسهم

وقد خلص الباحث للنتائج التالية:-

١- يمكن الاعتماد على أسلوب، البرمجة الخطية لبناء محفظة أسهم مثلي في السوق المصري حيث تمكن الباحث من الوصول إلى نتائج ذات دلالة منطقية حيث أمكن التوصل إلى محفظة تحقق قيمة عائد أعلى من الطرق التقليدية المتبعة.

٢- غالبية الأسهم المنتقاه في الصناديق المصرية مغالي في تسعيرها مما يدل على انخفاض كفاءة عملية الانتقاء والتي تولد عنها مشكلة أخرى تؤثر سلباً على كفاءة السوق باعتبار أن صندوق الاستثمار قائد محترف يتبع خطواته بقية المستثمرين (سوق القطيع).

٤/٢- دراسة حسن إسماعيل فارس ٢٠٠٢

نموذج لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار بالتطبيق على البورصة المصرية.

ويهدف ذلك البحث الى إيجاد أسلوب علمي لتقييم أداء صناديق الاستثمار وكذلك تقييم أداء مدير الاستثمار وقد اعتمد الباحث على ثلاث محاور.

أ- معدل العائد اليومي المرجع بالزمن.

ب- مؤشر البورصة المصرية كمؤشر مرجعي.

جـ- مقياس المخاطر باستخدام الانحراف المعياري.

وقد أثبتت نتائج الدراسة بشأن تطوير نموذج علمي لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار يتغلب على أوجه القصور التي تعاني منها النماذج الحالية لتقييم الأداء الاستثماري كالأتي:-

١- معدل العائد الفعلي اليومي المرجع بالزمن بدلاً من معدل العائد على الاستثمار والذي

يتميز بالدقة نظراً لاعتماده على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وفقاً لزمن حدوثها.

٢- استخدام مؤشر البورصة كمؤشر مرجعي بدلاً من معدل العائد على أذون الخزانة.

٣- الانحراف المعياري كمقياس المخاطر الكلية حيث أنه أفضل من بيتاً من حيث أنه يتبين المخاطر الكلية بدلاً من المخاطر المنتظمة فقط.

٢/٥- دراسة هشام المليجي ٢٠٠٢ (١)

القياس المحاسبي القيمة المعرضة الخطر صناديق الاستثمار المصرية ويدور البحث حول دور القيمة المعرضة للخطر في قياس المخاطر السوقية التي تتعرض لها صناديق الاستثمار المفتوحة العاملة في مصر وما هو النموذج المحاسبي الكمي الذي يمكن استخدامه في قياس القيمة المعرضة للخطر في تلك الصناديق والمفاضلة بينهما.

وقد أرجع الباحث المخاطر السوقية التي يمكن أن تتعرض لها صناديق الاستثمار إلى:-

١- خطر السوق دلتا

ويستخدم خطر السوق دلتا في حساب التغير في قيمة الأصل الناتج عن التغيرات في سعر الأصل المالي ويحسب على النحو التالي:-

دلتا= التغير في قيمة المحفظة / التغيرات في سعر الأصل المالي.

٢- خطر السوق جاما الأصل المالي ويستخدم في حساب التغير في قيمة دلتا.

جاما= التغير في دلتا/ التغيرات في سعر الأصل المالي.

٣- خطر السوق فيما يستخدم في حساب التغير في قيمة الأصل الناتج عن التغيرات في مقابلات سعر الأصل المالي ويحسب على النحو التالي:

فيجا= التغير في قيمة المحفظة / التغيرات في الانحراف المعياري للعوائد

وقد اقترح الباحث النموذج التالي لقياس القيمة المعرضة للخطر.

القيمة المعرضة للخطر = ى $(1-\alpha)$ ع^2 (Δ م)

حيث ى $(1-\alpha)$ هى قيمة ى عند الدليل $(1-\alpha)$ وهى ١,٦٥ عند مستوى ثقة ٩٥%.

ع^2 (Δ م) هى تباين عوائد المحفظة على أساس التغيرات كما خلص الباحث إلى الآتي:

١- عدم صحة الفرض الأول "لا توجد اختلافات جوهرية بين أساليب قياس المخاطر السوقية وأسلوب القيمة المعرضة للخطر.

٢- عدم صحة الفرض الثاني حيث وجد اختلافات جوهرية بين القيمة المعرضة للخطر في صناديق الاستثمار المصرية.

٢/٦ دراسة ممدوح عبد العليم سعد ٢٠٠٤ (١)

نموذج إحصائي لتقييم كفاءة الأداء في سوق الأوراق المالية.

وتتخلص إشكالية البحث في المشاكل والمعوقات عن أداء سوق الأوراق المالية دورها الهام بكفاءة وقد أستعرض الباحث تلك المعوقات وفقاً لما يلي:

١- ضيق حجم السوق من حيث انخفاض كل من الأدوات المالية المعرضة أو انخفاض جانب الطلب.

---

(1) هشام حسن عواد المليجي، القياس المحاسبي للقيمة المعرفية للخطر صناديق الاستثمار المصرية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية – جامعة حلوان العدد الثالث والرابع ٢٠٠٢.

٢- غياب المؤسسات المالية الوسطية.
٣- تفضيل الحكومة الاعتماد على البنك المركزي والجهاز المصرفي.
٤- ضعف الوعي الاستثماري.
٥- عدم كفاية في إجراءات المحاسبة والمراجعة وفي توفير المعلومات.
٦- العوامل السلبية التي تؤثر على سيولة الأوراق المالية أثناء تداولها من البائعين الى المشترين.
٧- تعدد الأجهزة التي تشرف على سوق المال.
٨- السياسات النقدية والمالية.

ويهدف الباحث إلى بناء نموذج إحصائي لدراسة أهم العوامل المؤثرة كفاءة أداء سوق الأوراق المالية المصري.

وخلص الباحث أنه توجد علاقة جوهرية بين جودة الداء في سوق الأوراق المالية وبين مجوعة المتغيرات السابق.

٧/٢- دراسة أحمد شعراوي ٢٠٠٥: [١]

تقييم أداء المؤسسات المالية غير المصرفية (دراسة تطبيقية على مشاكل قياس كفاءة أداء صناديق الاستثمار)

وتكمن مشكلة هذه الدراسة في عدم تقييم دور الإدارة المحترفة في تأكيد نجاح المؤسسات المالية غير المصرفية (خاصة صناديق الاستثمار وشركات إدارة وتكوين المحافظ المالية) وكانت أهم نتائج هذه الدراسة:

١- أن هناك ارتباط قوي بين بعض الصناديق وبعضها الأخر عائد دوري أو نمو رأسمالي أولاً هذه الصناديق تدار عن طريق نفس شركة الإدارة

٢- تحقيق أربعة صناديق عوائد سالبة في حين حققت الصناديق الأخرى عوائد أقل بكثير من متوسط عائد السوق مما يؤكد عجز أو فشل الإدارة المحترفة.

٣- فيما يخص تقييم أداء إدارة الصناديق باستخدام مؤشرات القيمة الإستردادية فقد توصلت الدراسة إلى انخفاض كل من رأس المال السوقي والقيمة الاستردادية لمعظم صناديق الاستثمار في مصر كما أوصلت الدراسة بالأتي:

أ- تشجيع إنشاء الصناديق المتخصصة في محالات محددة بما يحقق عوائد استثمارية أعلى نسبياً.

ب- استخدام بعض النماذج الكمية في تقييم أداء صناديق الاستثمار المصري مع إجراء تقييم دوري لأداء صناديق الاستثمار تحت إشراف الهيئة العامة لسوق المال.

ج- الاهتمام بالإفصاح المالي عن نتائج هذه الصناديق وكفاءة إدارتها.

٨/٢ دراسة جلال إبراهيم العبد ٢٠٠٦ : [٢]

---

(1) احمد عبد الحليم شعراوي، تقييم اداء المؤسسات المالية غير المصرفية "دراسة تطبيقية على مشاكل قياس تقييم كفاءة اداء صناديق الاستثمار" – رسالة عضوية، اكاديمية السادات للعلوم الادارية ٢٠٠٥.

(2) جلال ابراهيم العبد، محددات اداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، ٢٠٠٤.

محددات أداء صناديق الاستثمار – دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وقد سعى الباحث إلى تحديد العوامل المحددة لأداء صناديق الاستثمار في سوق المال في المملكة العربية السعودية.

والوصول للهدف وضع المتغيرات التالية بمحددات لأداء الصندوق وفقاً لما يلي:-

١- الضوابط الشرعية.

٢- عملة الصندوق.

٣- الرسوم الإدارية.

٤- الرسوم الأخرى.

٥- هدف الصندوق.

٦- مدير الصندوق.

٧- الحد الأدنى للمبلغ المستثمر في الصندوق.

٨- نوع الصندوق.

وقد خلصت نتائج الدراسة إلى:-

أن أداء صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك في المملكة العربية السعودية وجد أن متغير عملة الصندوق يعتبر أكثر المتغيرات تأثيراً في أداء الصناديق، حيث يفسر هذا المتغير نسبة ٧١% على الأقل من أداء صناديق الاستثمارات يلي ذلك متغير هدف الصندوق والذي يفسر نسبة ١٠,٥% من أداء الصناديق ثم يأتي في الترتيب الأخير نوع الصندوق والذي يفسر ٧١% من التغير في الأداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بينما لم تعلب الضوابط الشرعية للصندوق دوراً في تفسير الاختلاف بين أداء الصناديق وكذا كل من المصاريف الإدارية والمصاريف الأخرى ومدير الصندوق والحد الأدنى للمبالغ المطلوب للاستثمار. في الصندوق.

ومن الدراسات السابقة يمكن استخلاص النتائج التالي:-

١. تدني مستوى العائد لصناديق الاستثمار مقارنة بمتوسط عائد السوق.

٢. إهمال التنبؤ بالمتغيرات الاقتصادية مع أنه ثبت أن لها أثر كبيرة على كل من عوائد ومستوى أداء الصندوق.

٣. ضعف استخدام النماذج الكمية لتقدير مستويات المخاطر لمحافظ الأوراق المالية والذي قد يرجع إلى أثر السياسات الإلزامية والتي تحد من مستوى تلك المخاطر.

٤. السياسات الإلزامية لها أثر على مستوي كل من مستوى العائد ومستوى الأداء لإدارات صناديق الاستثمار.

٥. مستوى الوعي المستثمر المصري لها أثر كبير على مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية بما يعظم من سلبيات إدارات صناديق الاستثمار كعنصر قائد في السوق.

٦. ضيق مستوى حجم السوق سواء من جانب العرض أو الطلب.

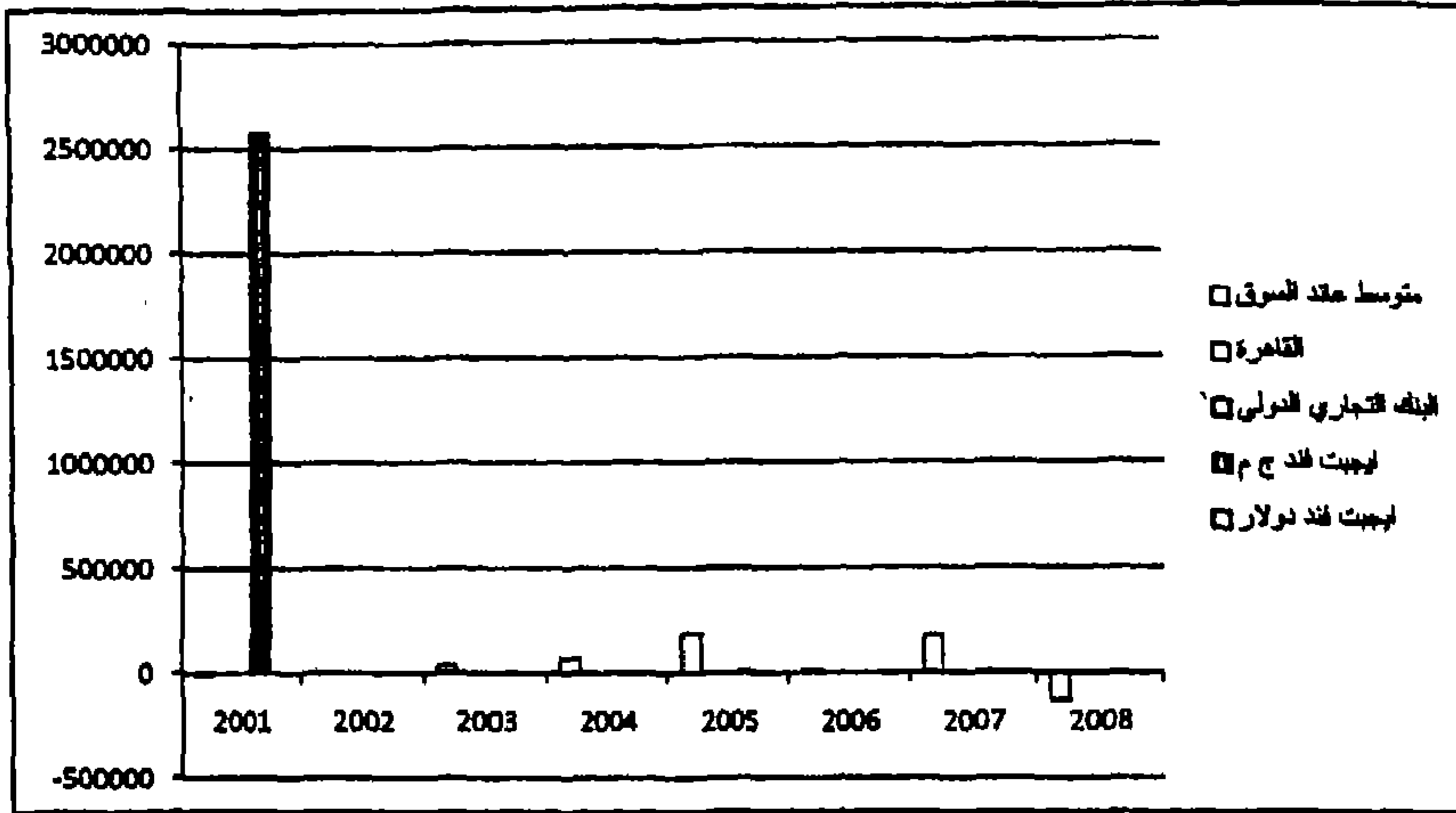
٧. الانحراف المعياري يمثل مقياس للمخاطر الكلية حيث أنه أفضل من بيتاً من حيث أن يمثل المخاطر الكلية بدلاً من المخاطر المنتظمة فقط.

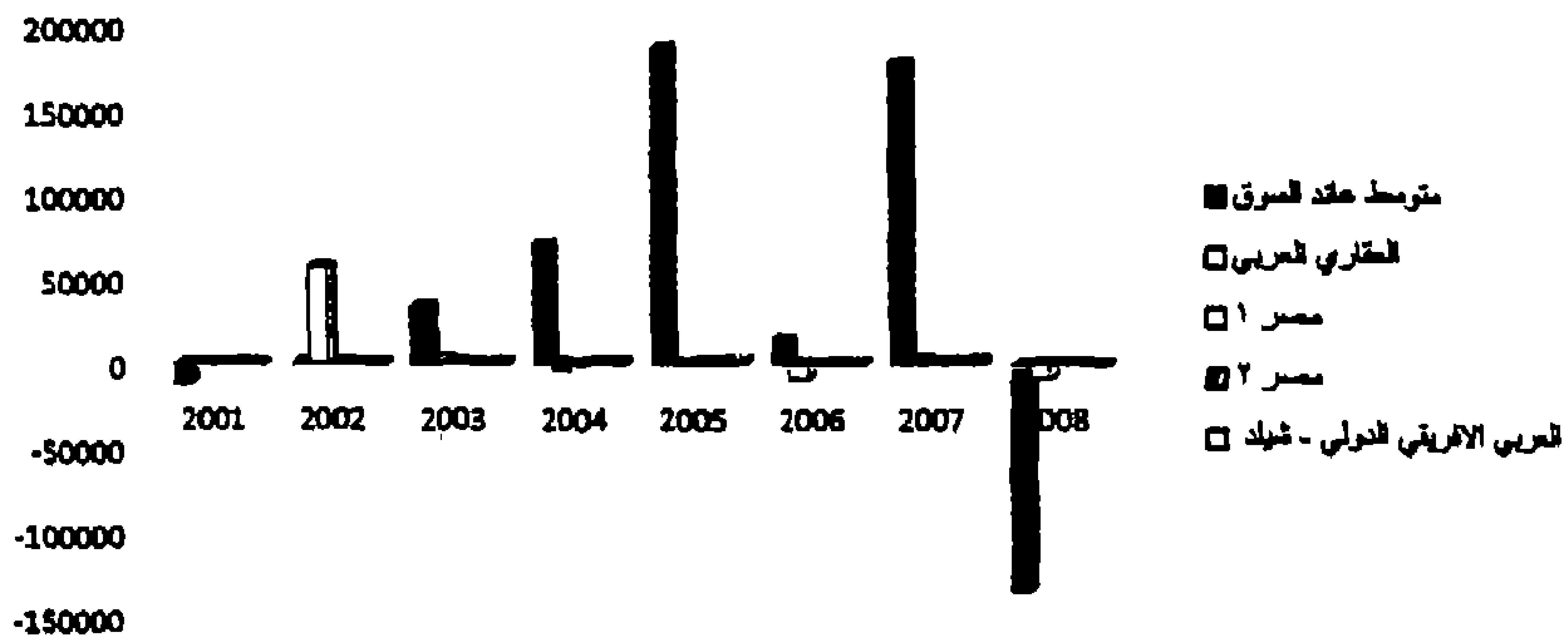
٨. هناك مجموعات من المتغيرات الداخلية والخارجية لها أثار على مستوى أداء الصندوق.

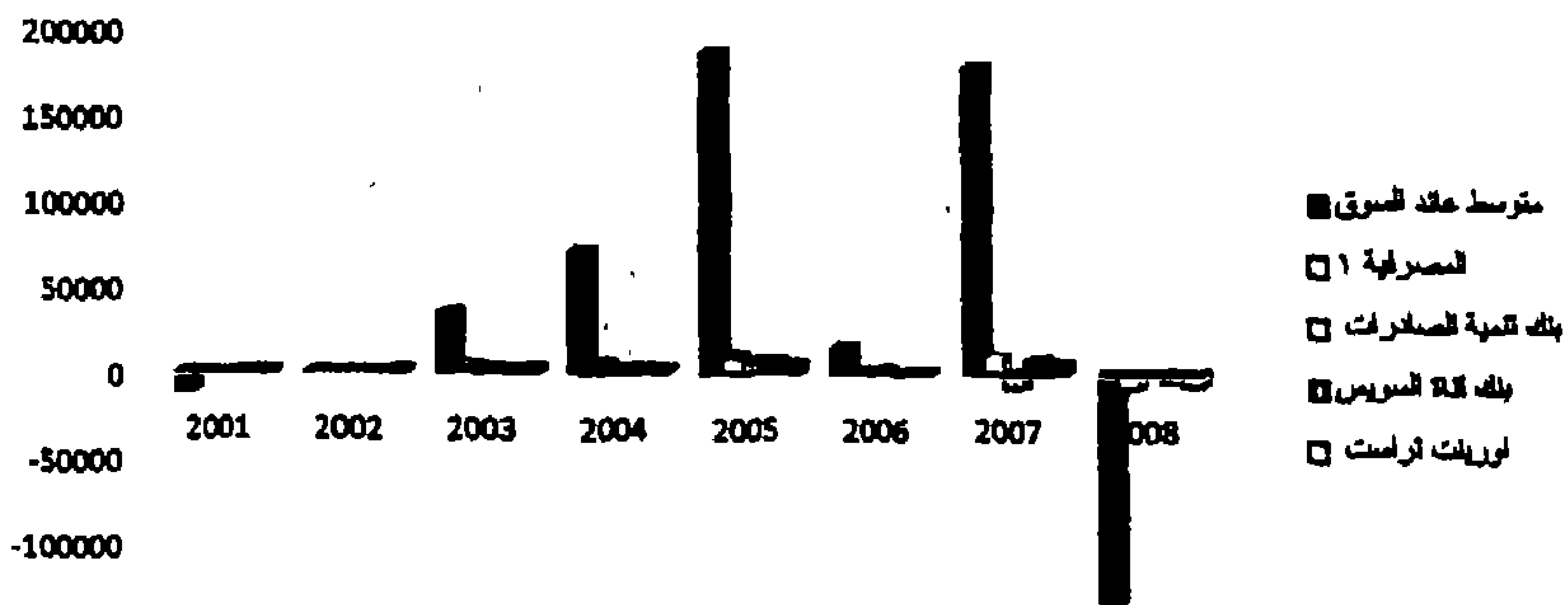
٣- مشكلة البحث:-

في ضوء الدراسات السابقة واستعراض متوسط عائد صناديق الاستثمار خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٥ وفقاً لما يلي:

مقارنة متوسط عائد السوق بمتوسط عوائد صناديق الاستثمار

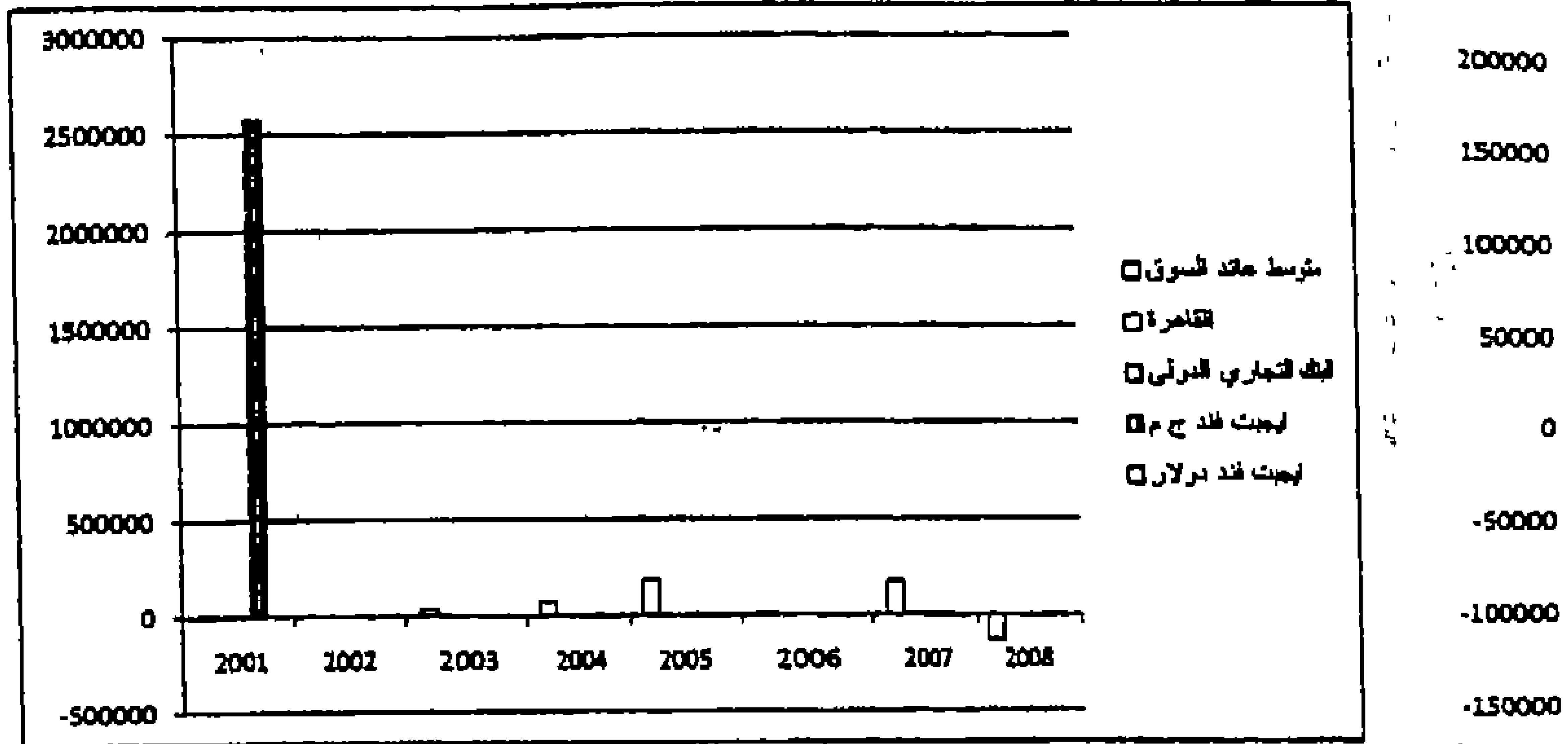


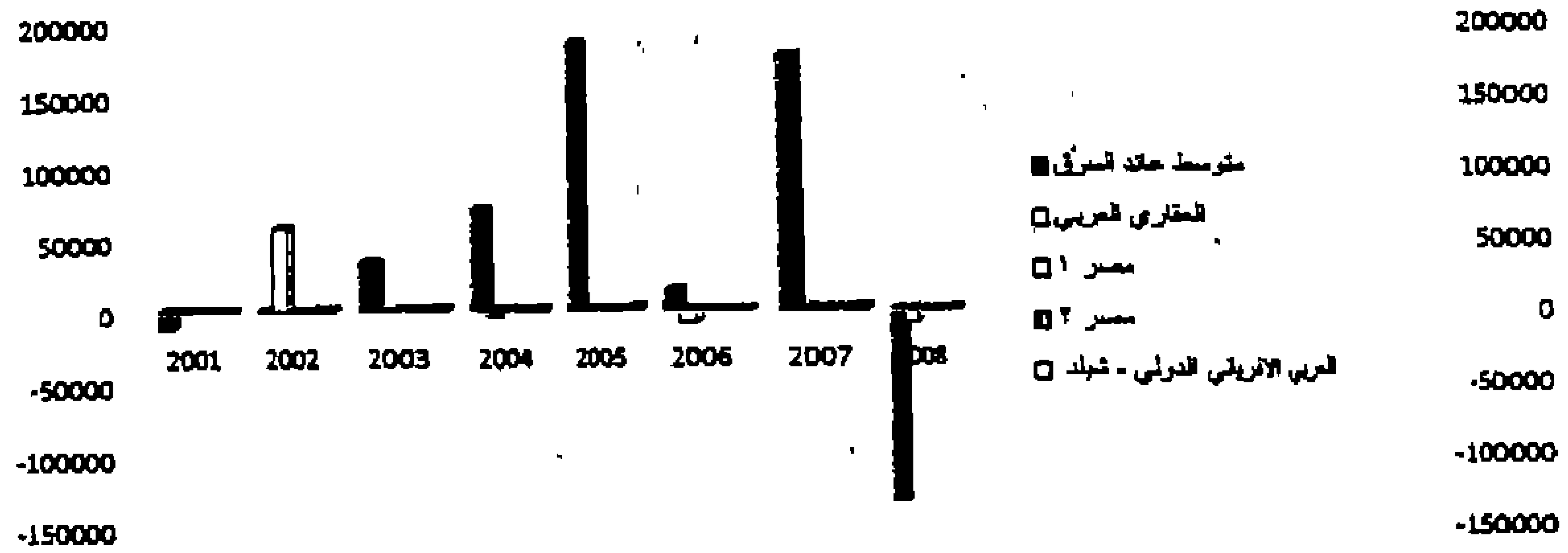


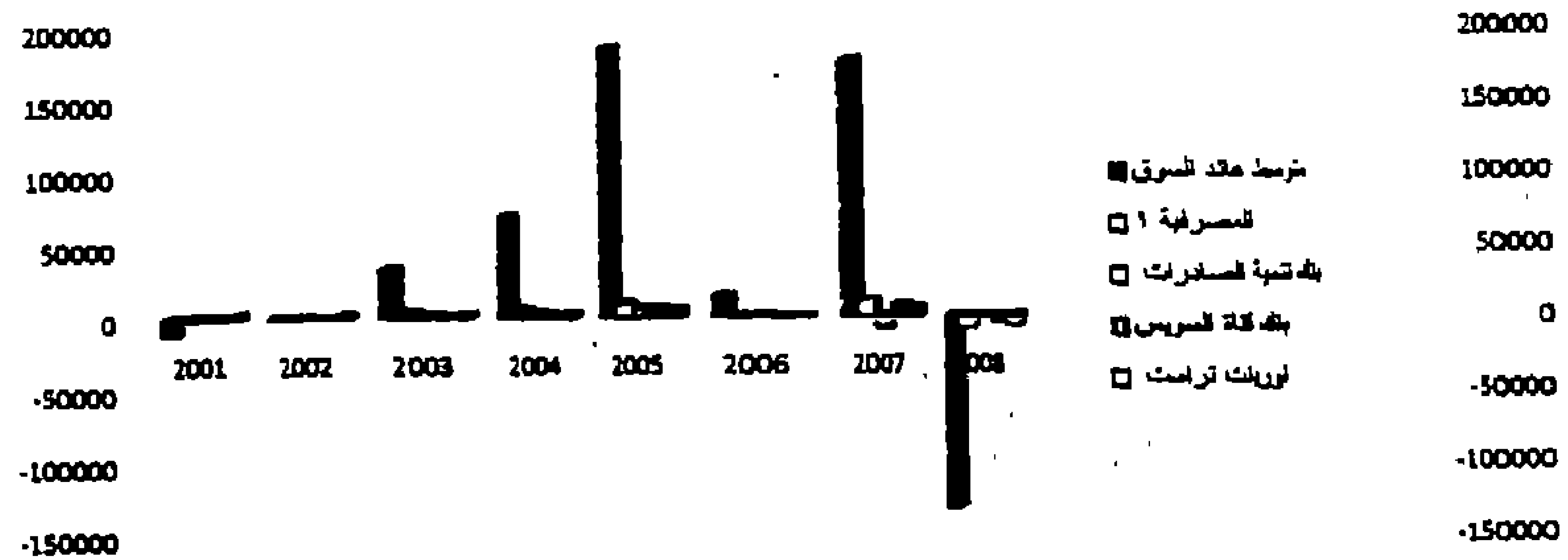


مصدر : البيانات المنشورة على الانترنت في البورصة المصرية وتم حساب المتوسط بمعرفة الباحث 9

مقارنة متوسط عائد السوق بمتوسط عوائد صناديق الاستثمار







در : البيانات المنشورة على الانترنت في البورصة المصرية وتم حساب المتوسط بمعرفة الباحث 10

في ضوء بيانات الجدول السابق نستطيع أن نستنتج:-

١- متوسط عائد السوق هو الأعلى سواء من حيث العائد الايجابي أو السلبي (الخسائر) من كل الصناديق (٣١ صندوق).

٢- انخفاض وارتفاع متوسط عوائد الصندوق مع ارتفاع وانخفاض متوسط عوائد السوق خلال نفس الفترة.

يوضح ويثبت مدى ترابط التغير في متوسطات عوائد الصندوق مع التغير في متوسط عوائد السوق ومن هذه النتيجة نستطيع أن نستنتج أن السياسات الإلزامية الواردة في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاصة بالحد الأقصى ١٠% من رأس مال الصندوق في الورقة المالية الواحدة و١٥% من رأسمال الشركة مصدره الورقة المالية يقيد من حرية توزيع موارد الصناديق على الأوراق المالية المختلفة بما يحد من تلك العوائد.

هذا بجانب أن الباحث قام بمراجعة المذكرات الإيضاحية لحوالي ٢٠ صندوق استثمار مفتوح خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٧ أتضح منها التزام الصناديق بالقانون من هنا:

تتخلص المشكلة في غياب الأدوات القادرة على قياس أثر السياسات الإلزامية على كل من العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار المفتوحة.

ويمكن استعراض أسباب المشكلة في الآتي:-

١- ضعف مستوى أداء إدارة صناديق الاستثمار.

٢- تطبيق السياسات الإلزامية دون قياس أثرها على كل من العائد والمخاطرة على صناديق الاستثمار.

٣- أن معظم استثمارات الصناديق موجه نحو السوق المحلي.

٤- معظم صناديق الاستثمار تتركز على هدف واحد وهو عائد دوري تراكمي مما يفقد تلك الصناديق كثير من فرص الاستثمار ذات العوائد المرتفعة.

٥- أن بعض إدارات صناديق الاستثمار تدير ما يقرب من ٨ صناديق استثمار مختلفة بما يقلل من فرص تحقيق عوائد مرتفعة لغرض الاستثمار الواعدة.

٤- أهداف البحث:

تتخلص أهداف البحث في هدفين رئيسين:-

أ- إتاحة الأدوات اللازمة لزيادة مرونة قرار توزيع موارد الصندوق بطرق ديناميكية.

ب- وضع إطار مبدئي لقياس أثر أحد السياسات الإلزامية على مستوى كل من العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار.

٥- أهداف البحث:

ترجع أهمية البحث إلى العديد من الأسباب يذكر الباحث منها:-

أ- انخفاض قيمة الوثائق الاستثمار لمعظم صناديق الاستثمار العاملة في مصر خلال فترة الدراسة.

ب- انخفاض معدلات عائد وثائق الاستثمار لجميع الصناديق في مصر.

ج- الحاجة إلى وجود وسائل بسيطة وسهلة لتقييم مخاطر الصناديق.

د- الحاجة الماسة لإدارات الصندوق إلى وجود أداه تعظم من مرونة متخذ قرارات توزيـــع الأموال المتاحة للاستثمار بطريقة سهلة.

٦- فروض البحث:

١. هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين متوسط عائد الـــسوق ومتوســـط عوائـــد الـــصناديق والصناديق بينها وبين البعض.

٢. هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين مخاطر السوق ومخاطر صناديق الاستثمار ومخـــاطر الصناديق بينها وبين البعض.

٣. هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين مستوى أداء السوق ومستوي أداء صناديق الاستثمار.

٤. هناك علاقة بين مدى التزام صناديق الاستثمار بالسياسات الإلزاميـــة ومـــستوى عوائـــد محافظها.

٧- منهج البحث:

أعتمد البحث على المنهجين الاستنباطي والاستقرائي حيث قام باستخدام متوســـط قطاعـــات سوق الأوراق المالية ليمثل الأوراق المالية المتاحة للاستثمار لتعذر الحـــصول علـــى البيانـــات التفصيلية لصناديق الاستثمار فيما يخص توزيع الاستثمار على الأوراق المالية وعائد كل ورقة. هذا بجانب إعداد الإطار النظري للدراسة

من خلال مراجعة ما أمكن التوصل إليه من مراجع ودوريات علمية.

أما الأسلوب الاستقرائي فقد أستخدم في تحديد ظاهرة المشكلة وعواملهـــا بجانـــب الدراســـة التطبيقية.

٨- نطاق البحث:

أ- سيركز الباحث فقط على بيانات قيمة وثائق الاستثمار الأسبوعية ومؤشرات سوق الأوراق المالية case30 خلال الفترة من ٢٠٠١/١/١ حتى ٢٠٠٨/١٢/٣١.

ب- سيستخدم الباحث كل من نسب التغير في القيم سواء الوثائق أو المؤشر لحساب متوسط العائد للاستثمار في الصندوق.

جـ- سيستخدم نموذج لشارب لتقييم الأداء الخاص بصناديق الاستثمار دون الحاجة لبـــاقي نماذج التقييم نظراً لأن معظم استثمارات الأوراق المالية لصناديق الاستثمار المصرية المفتوحـــة في الأوراق المالية المحلية.

د- سيستخدم أحد أدوات الطرق الكمية في الإدارة وهى نماذج البرمجة الخطيـــة باســـتخدام الحاسب الآلي باستخدام برنامج ميكروسوفت أكسل ٢٠٠٧ لاختبار الفرض الرابع.

٩- تنظيم البحث:

ينقسم البحث إلى أربعة أقسام وفقاً للاتي:

القسم الأول: مقدمة البحث.

القسم الثاني: الأنواع والنواحي الفنية لصناديق الاستثمار.

القسم الثالث: السياسات الإلزامية وأساليب تقييم الأداء لصناديق الاستثمار.

القسم الرابع: الدراسة التطبيقية لأثر السياسات الإلزامية على مستويات العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار

والنتائج والتوصيات.

القسم الثاني

الأنواع والنواحي الفنية لصناديق الاستثمار

أولاً: مفهوم وأنواع صناديق الاستثمار:

صندوق الاستثمار: هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجالات إدارة الاستثمارات وذلك بغرض تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة.

كما يمكن تصنيف صناديق الاستثمار لمجموعة من التصنيفات المختلفة وفقاً لأسس محتلفة كما يلي:

أ- وفقاً لغرض المستثمر:

١- **صناديق النمو:** حيث الهدف انشائها الحصول على المكاسب الرأسمالية الناتجة من تقلبات الأسعار في أسعار الأدوات الاستثمارية وغالباً ما تكون أسهم ذات مخاطر مرتفعة.

٢- **صناديق الدخل:** تتجه أهداف هذا النوع من الصناديق الحصول على عائد مستمر ومستقر وبالتالي تتركز استثماراتها في الأسهم الممتازة والسندات.

٣- **صناديق الدخل:** رأس المال: وهي صناديق تجمع بين هدفي المكاسب الرأسمالية والعوائد المستقرة وذلك بالتنويع في استثمارات بين الأوراق المالية مرتفعة المخاطر والعائد والأخرى منخفضة المخاطر وثابتة الدخل.

٤- **صناديق المؤشرات:** وهي صناديق تهدف إلى تحقيق عائد مساوي أو أعلى من متوسط عائد السوق وفقاً للمؤشر المتبع وذلك بتكوين محافظ مالية محاكية لمحفظة السوق.

٥- **صناديق متخصصة:** وهي نوع من الصناديق يتخصص في المتاجرة بالأوراق المالية الصادرة عن شركات صناعية معينة مثل: صناعة النفط أو صناعة الكمبيوتر أو شركات الخدمات.......إلخ.

ب- وفقاً لحركة الأموال:

١- **الصناديق المغلقة:** ويكتسب هذا النوع من الصناديق تسميته من خاصية ثبات رأسماله وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه ، كما لا يجوز للمساهمين بالانسحاب منه إلا عند تصفية الصندوق.

٢- **الصناديق المفتوحة:** اكتسب تسميته من كونه مفتوح في اتجاهين، أي في اتجاه زيادة رأسماله من جهة واتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى. ويكون لمدير الصندوق الحق في أن يطرح أسهماً أو حصصاً إضافية، كما أن للمساهم الحق في الانسحاب في أي وقت يراه.

ج- وفقاً لعنصر الأمان:

١- صناديق الاستثمار ذات رأس امال المضمون:

ويوفر هذا الصندوق ميزة المحافظة على رأس المال بمعنى أن مدير الصندوق يضمن للمساهم عدم المساس برأسماله الأصلي المدفوع في الصندوق متحملاً بذلك وحده مخاطر الخسارة التي قد تصيب رأسمال الصندوق مقابل نسبة من العائد المحقق (مثل الفرق بين متوسط عائد السوق ومعدل العائد الخالي من المخاطر).

٢- صندوق الاستثمار غير المضمونة:

ويقصد بها ذلك النوع من الصناديق الذي يكون مستوى المخاطرة بالنسبة للمساهم فيها مطلقاً وبدون حدود. أي أن المساهم فيها ليس معرضاً لخسارة العائد فقط بل يكون الاحتمال قائماً لأن يفقد كل رأسماله أو جزءاً منه.

ثانياً: النواحي الفنية لصناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار هي شركة مساهمة ذات شخصية معنوية لديها مركز رئيسي، ميزانيات سنوية، جمعية عمومية، وينقسم رأسمالها إلى أسهم وتؤسس تلك الشركة بهدف إدارة محفظة أوراق مالية. ويقوم كل صندوق استثمار بتحديد مشتركين رئيسيين لعمليات الصندوق شركة الإدارة وأمين للودائع.

شركة الإدارة: وهدفها إدارة أموال حملة وثائق الاستثمار بما يحقق مصالحهم.

أمين الودائع:

وهو مستقل عن شركة الإدارة ومهمته تنفيذ أوامر الشراء والبيع الصادرة إليه من مدير الاستثمار والاحتفاظ بالأوراق المالية وتنفيذ طلبات الاشتراك والاسترداد كما يقوم بمهمة الرقابة فهو مسئول عن صحة العمليات ومن واجباته رفض تنفيذ العمليات التي يراها مخالفة للواقع أو ميثاق شرف المهنة أو حتى التي تخالف الاتجاهات العامة للصندوق المحددة في كارت التعريف وكذلك هو مسئول عن اجراءات الجرد واعداد الميزانيات السنوية.

- الضمانات الأساسية التي يحققها الصندوق أن عمليات صندوق الاستثمار تنطوي أساساً على إدارة محافظ الأوراق المالية، وهذه العمليات تنطوي بدورها على أربعة ضمانات أساسية يحققها الصندوق يمكن توصيغها في الشكل التالي:

١- **الامان:** ويعني ذلك إدارة أصول الصندوق لحساب طرف ثالث مع فصل وظائف جهة الايداع عن مدير الاستثمار.

٢- **السيولة:** وتعني تنفيذ طلبات الاسترداد في أية لحظة وتحقيق اعلى عائد من خلال العمل على مصلحة المكتتبين بالإضافة إلى توفير المعلومات اللازمة للمستثمر عند الاكتتاب مع توفير طول فترة الاستثمار التي تتناسب مع متطلبات المستثمرين من الاستثمار في الصناديق.

٣- **الاحتراف** في المعرفة التامة بالأسواق والقدرة على الحصول على البيانات والمعلومات اللازمة باستخدام الامكانيات البشرية والمادية اللازمة لتحقيق أهداف الصندوق.

٤- **القدرة على الحفاظ على مستويات المخاطر المعقولة في ضوء المستهدف من مستويات العوائد.**

كما تعتمد صناديق الاستثمار على نظام تشغيل يتمثل في دورتين أساسيتين وهما:

١- **دورة الأصول:** وتهدف تلك الدورة إلى تعريف خيارات الإدارة فيما يتعلق باستثمار الأموال في أدوات مالية متنوعة أسهم أو سندات أو الاثنين معاً أو الاستثمارات في سوق النقد. ويرتبط بتلك الخيارات تحديد تقسيمات جغرافية للاستثمار وفلسفة أو طراز الإدارة سواء على مستوى النطاق المحلي أو الدولي أو الاثنان معاً.

٢- **دورة الخصوم:** في هذه الدورة يتم تحديد المهام بالإدارة المالية، الإيداع، الشئون الادارية، المحاسبية، الشئون القانونية وعمليات التسويق.

٢/١- **الإدارة المالية:** دور تلك الإدارة هو دور متخذ القرار أي اختيار الأوراق المالية والتوقيت الملائم للشراء أو البيع ويعود لهذا الدور الفضل الأكبر في القيمة المضافة التي تتمثل في ارتفاع قيمة التصفية أو معدل العائد الذي يكاسب.

٢/٢- وظيفة الايداع وهي المتعلقة بحفظ الأوراق المالية ويكلف بها جهة مستقلة عن شركة الادارة.

٢/٣- **الشئون الإدارية:** والمقصود بها ادارة التشغيل الخاص بالصندوق والذي يجب أن يتميز عمله بالسرعة في تنفيذ أوامر مدير الاستثمار ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بنظام السداد والتسليم السائد في أسواق المال.

٢/٤- **المحاسبة** - ومهمتها الحساب اليومي لقيمة التصفية (الأصل المالي/ عدد الأنصبة للأسهم المتداولة) وإعداد الحسابات الختامية.

٢/٥- **الشئون القانونية والادارية:** والمنوط لها عمليات انشاء الصندوق والخطوات التي تتبع ذلك إعداد الملف الخاص بموافقة هيئة سوق المال على انشاء الصندوق (عقد التأسيس، كارت التعريف بالصندوق وأهدافه)، وتأسيس الجهات القانونية الخاصة بالصندوق (لجنة الإدارة، مجلس الإدارة، الجمعية العمومية).

٢/٦- التسويق والمسئولة عن تكوين شبكات تسويق صندوق الاستثمار والتي عادةً تكون في الشكلين التاليين الأول ويوضح منطق صناديق الاستثمار أو أهجافه الثاني يوضح التقسيمات الخاصة بصندوق الاستثمار بين الجهات المختلفة التي سبق بتناولها والتي تنقسم بدورها طبقاً لدورتي الأصول والخصوم.

والمدخر الذي يدخل أو يخرج من الصندوق المفتوح يجب أن يدفع او يحصل على سعر يتطابق تماماً مع قيمة الأصل المالي في لحظة الدخول أو الخروج وهو ما يعني تناول أربعة نقاط رئيسية في هذا الصدد.

١- **حساب قيمة التصفية:**

والتي يمكن حسابها عن طريق المعادلة التالية

ق ص = ق م/ ن

ق ص: قيمة السوقية لسهم الصندوق.

ق م: القيمة الصافية محفظة الاستثمار.

ن: عدد الأسهم المتداولة.

ويتم ذلك وفقاً للخطوات التالية:

أ- الأصل الصافي وهو نتيجة لجمع الأرقام التالية:

- القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية (أسهم، سندات).
- كوبونات مستحقة والتي لم يتم اضافتها للحساب.
- السيولة.
- الأصول المتداولة - الديون - مصاريف الإدارة المستحقة.

ب- عدد الأسهم أو الحصص المتداولة ويتم الحصول عليها بجمع:

- عدد الأوراق المتداولة عند ظهر اليوم السابق.
- ناقصاً عدد الأوراق التي أعيد شراءها بعد الظهر اليوم السابق وصباح اليوم.
- مضافاً إليها عدد الأوراق المكتتب فيها بعد ظهر اليوم السابق وخلال الفترة الصباحية.

ج- القيمة الحسابية للسهم أو الحصة والتي يطلق عليها قيمة التصفية وهي مقسوم قيمة التصفية للأصل على عدد الأسهم أو الحصص المتداولة.

د- **سعر الاصدار**: يعادل قيمة التصفية مضافاً إليها قيمة حق الدخول وقيمة إعادة الشراء أو السداد تعادل قيمة التصفية مطروحاً منها قيمة حق الخروج.

٢- حق الدخول:

يهدف حق الدخول إلى ان يدفع المساهم الجديد المصاريف الناجمة عن دخول الصندوق والتي ليس من العدل أن يتحملها المساهمين القدامى. وتطبق معظم صناديق الاستثمار هذا المبدأ وقد لا نطالب بحق عند الخروج ويختلف حق الخروج من صندوق لأخر، وطبقاً لطبيعة الصندوق وقد يتراوح بين ١% و ٤,٧٥% ويتكون حق الدخول من عنصرين:-

- الثلث (١% على الأقل) يغطي مصاريف إصدار الأوراق المالية كما يلي:
- مصاريف الدعاية خاصة مصاريف نشر الأسعار بالجرائد.
- مصاريف متنوعة خاصة بحفظ ملفات المساهمين ودفع مصاريف الاحتفاظ بالأوراق المالية لدى أمين الودائع.
- المصاريف المتعلقة بالاستثمار في البورصة (عمولات، ضرائب....). ويلاحظ أن عمولة شراء أو بيع الأوراق المالية الأجنبية أكثر ارتفاعاً عن الأوراق المحلية، كما أن عمولة شراء أو بيع أحجام كبيرة من الأوراق المالية.

أما الجزء الباقي من حق الدخول فيمثل عمولة البيع التي تكافئ رأس المال المستثمر بصفة عامة ومكافأة البنك الذي يعمل على بيع الصناديق.

٣- السداد المتواصل:

إن المستثمر الفرد المتهم بالاستثمار في صندوق معين يخشى وقوع أمرين:-

- ألا يتمكن من استرداد أمواله في حالة إفلاس أمين الودائع أو حالة انهيار قيمة التصفية بسبب بيع كثيف في مواجهة طلبات استرداد أو في حالة حدوث انهيار بالبورصة. ويحل تلك

المشكلة فمن المهم فهم الديناميكية التالية: إن حصة معينة من صندوق استثمار يتم سدادها بنفس الطريقة التي يتم بها بيع ورقة مالية بالبورصة وهذه العملية تشتمل على خطوتين:

- يقوم البائع باصدار أمر بيع حصته إلى أمين الودائع إلا أنه كما يسترد أمواله إلا بعد عدة أيام. في هذه الفترة (التي تتراوح من يوم إلى خمسة أيام) تسمح بإعطاء الوقت الكافي لمدير الاستثمار لتحقيق مايلي:

- بيع بعض الأوراق لتحقيق سيولة.
- حساب قيمة التصفية أخذاً في الاعتبار أسعار البورصة يوم اصدار أمر الاسترداد.
- إعلان سعر السداد في مختلف الجيشيهات (مع العلم بأن السعر يعرف في اليوم التالي عن طريق الصحف).
- ومن المعروف بأن تأثير قيام الصندوق ببيع الأوراق المالية على أسعار البورصة وعلى قيمة التصفية.
- وهنا ينبثق ثلاثة مواقف تستحق الدراسة:

أ- موقف عادي يتمثل في أن عدد الحصص المكتتب فيها يجاوز عدد الحصص المطلوب استردادها في هذه الحالة لا توجد مشكلة فالأموال المحصلة من القادمين (المكتتبين) تقوم بسداد طلبات الاسترداد مع التأثير فقط على سيولة محفظة الأوراق المالية للصندوق.

ب- طلبات الاسترداد تجاوز طلبات الاكتتاب لمواجهة هذا الموقف فإن الصندوق يستخدم أولاً السيولة المتوافرة لديه والتي تتراوح بين ٣% و ٥% من الأصول الصافية. فإذا لم تكف تلك السيولة على توازن المحفظة وبحيث تبقى قيمة التصفية ثابتة.

ج- في حالة حدوث انهيار بالبورصة فإن اللوائح تسمح بتعليق عملية السداد إذا هبط رأس المال الصندوق عن مبلغ معين.

٤- حساب تسوية العائد:

إن العائد يتم حسابه على أساس نتائج الأعمال ومع هذا فإنه يوزع بعد عدة شهور من تاريخ اقفال الميزانية فيتمكن المساهمين الجدد والسابقين من الحصول على العائد عند توزيعه والعمليات التالية يسمح بإعطاء كل مساهم حصته النسبية في عوائد الصندوق:

أ- يجب التمييز بين نوعين من الأرباح:

- العوائد عن الأوراق المالية الممسوكة بالمحفظة.
- العوائد الناجمة عن إدارة أموال الصندوق بعد استقطاع مصاريف الإدارة. وهذه العوائد يمكن تقسيمها إلى عوائد الأسهم وفوائد الكوبونات المستحقة عن السنوات والفوائد المصرفية المحصلة من الأموال الفائضة المدارة بالبنوك وعلى النقيض، فإن الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع الأوراق المالية لا يتم توزيعها بل يتم اضافتها إلى محافظ الأوراق المالية للصندوق وتدعيمه وتنميته.

ب- التحميل اليومي للعوائد عن طريق حساب التسويات لكل من قيم التصفية وقيمتي الاصدار والاسترداد كما يلي:

- قيمة التصفية التي هي قيمة الأصل الصافي مقسوماً على عدد الأوراق المالية المتداولة.
- قيمة الأرباح الصافية القابلة للتوزيع حيث يجري أمين الودائع قيود حسابية يومياً للعوائد والأرباح المحصلة بعد خصم مصاريف الإدارة المستحقة ويتم قسمة النتائج الصافية على عدد الأوراق المتداولة.
- ناتج الخطوة السابقة يمثل قيمة العائد في اليوم الذي يجري فيه الحساب، أي هو بمثابة (كوبون مؤقت) وهذا يعني أن قيمة التصفية تحتوي على عنصرين قيمة الكوبون المؤقت وقيمة رأس المال.
- وتسمح هذه الحسابات بإعطاء كل فرد نصيبه من الأرباح قليلة التوزيع.
- المستثمر المنسحب من الصندوق والذي من حقه جزء من العائد فإنه يحصل عليه في قيمة التصفية مطروحاً منها نصيبه من مصاريف الإدارة.

المستثمر الجديدة لا يكون له حق في العوائد المحصلة قبل دخوله وكذلك فإنه لا يتحمل أي نصيب في مصاريف الإدارة، إلا أنه يدفع مقدماً دون أن يدرك ذلك مبلغ الكوبون المؤقت.

- العملية المحاسبية لحساب التسويات يمكن تقسيم سعر الإصدار إلى الفروع الأربع التالية:

رأس المال	xxx
+ العائد المؤقت	xxx
قيمة التصفية	xxx
+ حق الدخول (%)	xxx
سعر الإصدار	xxx

أما العائد المؤقت فيحول لحساب خاص يسمى حساب تسويات العائد.

٥- محاسبة صناديق الاستثمار:

يتم إمساك محاسبة الصندوق بواسطة أمين الودائع ويتم مراجعتها بالطبع عن طريق مراقبي الحسابات.

الميزانية:

أصول ثابتة

أصول متداولة

محفظة الأوراق المالية

- أوراق مالية متداولة بالسوق الرسمي بالتفصيل.
- أوراق مالية غير متداولة بالسوق الرسمي بالتفصيل.
- صناديق استثمار محلية وأجنبية ممسوكة بالمحفظة.
- فوائد مستحقة على السندات.
- اكتتابات بانتظار التخصيص.
- استخدامات أخرى.

- أموال مودعة.
- اموال الديون.
- صافي الأصول (حقوق الملكية) أ.
- نتائج الأعمال القابلة للتوزيع ب.
- رأس المال (أ- ب).

حساب نتائج الأعمال:

- الايرادات.
- عن الأسهم.
- عن السندات.
- السيولة.
- مجموع الايرادات.
- مصاريف الإدارة:
- النتائج الصافية
- رصيد حساب تسويات النتائج.
- نتائج الأعمال القابلة للتوزيع.

أما الملاحق فتوفر مجموعة من المعلومات تشتمل على:

- القواعد والطرق المحاسبية المستخدمة.
- مكملات المعلومات مثل: العمليات التي تتم في الأسواق الآجلة وأسواق الخيارات، قيم المعلومات المحصلة عن الاشتراكات الجديدة (حق الدخول)، تفاصيل مصاريف الإصدار المتواصل وتفاصيل مصاريف الإدارة.
- تقييم أصول الصندوق خلال السنة المالية.
- قائمة توزيعات نتائج الأعمال.
- تطور أرقام الصندوق خلال الأعوام الأخيرة.
- جرد محفظة الأوراق المالية (كمية الأوراق المالية بكل خط وأسعارها بالبورصة) يوم اقفال السنة المالية.

القسم الثالث

السياسات الاستثمار الالزامية وأساليب تقييم الأداء لصناديق الاستثمار

أولاً: سياسات وضوابط صناديق الاستثمار:

نظراً للدور الهام التي تلعبه صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات بغرض الاستثمار في الأوراق المالية بما يزيد من مصادر التمويل المتاحة لمختلف مشروعات الاستثمار المباشر.

فالقانون يشترط أن يتخذ صندوق الإستثمار شكل شركة مساهمة برأسمال نقدي وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة.

كما يجب أن تتضمن نشرات الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام البيانات الاضافية التالية:

١- السياسات الاستثمارية.

٢- طريقة توزيع الأرباح السنوية وأساليب معاملة الأرباح الرأسمالية.

٣- أسهم الجهة التي تتولى إدارة نشاط الصندوق وملخص واف عن أعمالها السابقة.

٤- طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق واجراءات استرداد قيمة وثائق الاستثمار.

كما يجوز للبنوك وشركات التأمين بترخيص من الهيئة بعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة العامة للرقابة المالية حسب الأحوال أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار وتنظم اللائحة التنفيذية اجراءات الترخيص وأحكام وضوابط مباشرة ذلك النشاط واشراف الهيئة عليها.

ويمكن تلخيص السياسات الالزامية من القانون على صناديق الاستثمار المفتوحة وفقاً للجدول التالي:-

عنصر السياسة	بيان القانون
١- نسبة الاستثمار في الشركة الواحدة أو صندوق الاستثمار	- لا يزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠% من أموال الصندوق وبما لا يجوز ١٥% من أوراق تلك الشركة. - لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠% من أمواله وبما لا يجوز ٥% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.
٢- نسبة الاحتفاظ بالسيولة وحدود الاقتراض	- يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد الواردة بنشرات الاكتتاب في هذه الوثائق. - لا يجوز الاقتراض من الغير بما يجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق.
٣- اصدار وثائق لحامله	- لا يجوز للصندوق اصدار وثائق استثمار لحاملها إلا وفقاً للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة في كل حالة على حدة وبشرط ألا يزيد عدد هذه الوثائق على ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة.
٤- الحد الأقصى والأدنى للاكتتاب	- يحدد النظام الأساسي للصندوق الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب، واصدار وثائق استثمار مقابلها بما لا يجاوز عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع. - إذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب دون الاكتتاب في جميع وثائق الاستثمار التي تم طرحها جاز للصندوق تعديل قيمة الأموال المراد

	استثمارها بالاكتفاء بما تم تغطيته من الوثائق بشرط ألا يقل عن ٥٠% من مجموع الوثائق المصدرة، وفي هذه الحالة يجب تغيير جميع مستندات الصندوق بما يتفق مع قيمة الوثائق المكتتب فيها. - يسقط ترخيص الصندوق إذا لم يتم تعديله طبقاً للفقرة السابقة أو قل عدد الوثائق التي اكتتب فيها عن ٥٠% وعلى البنك الذي تلقى مبالغ من المكتتبين أن يرد إليهم هذه المبالغ كاملة فور طلبها بما في ذلك مصاريف الاصدار.
٥- حساب قيمة الأوراق المالية عند اعداد القوائم	- يتم حساب قيمة الأوراق المالية التي تستثمرها صناديق الاستثمار عند اعداد القوائم المالية على أساس القيمة السوقية لها على أن يجنب ٥٠% على الأقل من صافي الزيادة للقيمة السوقية كاحتياطي رأسمالي.
٦- توزيع التصفية	- ويتم توزيع تصفية الصندوق بين مساهمي الشركة وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأسمال الشركة المدفوع ورصيد حملة الوثائق في ذلك التاريخ.

ثانياً: تقييم أداء صناديق الاستثمار:-

هناك أسلوبين أساسيين لتقييم أداء صناديق الاستثمار هما، الأسلوب الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذات المعرفة الواسعة بشئون الاستثمار اضافة إلى ملاءمته لبيوت السمسرة التي تقدم خدمات استشارية لعملائها وذلك يستلزم توافر بيانات الميزانيات العمومية وقوائم الدخل متضمنة قائمة الأوراق المالية التي استثمرت فيها موارد الصندوق اضافة إلة تصنيف تفصيلي لتلك الأوراق. ويقاس أداء لما يلي:-

١- الأسلوب البسيط:

م = (ق١ – ق٢)+ ي + د / ق

حيث ق قيمة الأصل في بداية الفترة

ق١ قيمة الأصل في نهاية الفترة

(ق١ –ق) تمثل الأرباح الرأسمالية غير المحققة والتي تعكس تحسناً في القيمة السوقية للتشكيلة.

م تمثل معدل العائد على الاستثمار.

ي الأرباح الايرادية.

ر الأرباح الرأسمالية الموزعة.

٢- الأسلوب المزدوج:

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار تركيزه على العائد دون أن يأخذ المخاطر في الحسبان دون أن يأخذ المخاطر في الحسبان فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق أخر غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثاني ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار وهذه تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر لذا

فقد أطلق عليها الأساليب المزدوجة وفقاً لما يلي:-

١- مقياس شارب:-

قيمة المؤشر= ط - ل / س

حيث ط تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار

ل تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر

س تمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار

كلما ارتفع الناتج كلما دل ذلك على مستوى أداء أفضل للصندوق.

٢- مقياس ترينو:-

حيث من خلال التنويع الساذج يتم التخلص من المخاطر غير المنتظمة

قيمة المؤشر = ط - ل / تا

حيث تا يمثل معامل بيتا

وبيتا = التغاير بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق/ تباين عائد محفظة السوق

التغاير عائد المحفظة وعائد السوق= (انحراف عائد المحفظة عن متوسط عائدها × انحراف عائد السوق عن متوسط السوق)

٣- نموذج جنسن:-

قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا وتقوم فكرة النموذج على ايجاد الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد الخالي من الخطر ويطلق على هذا المقدار الاضافي. أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر (وهي الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد الخالي من الخطر).

ألفا = (ط - ل) - بيتا (س - ل)

حيث س تمثل متوسط عائد السوق

٤- جوانب أخرى في قياس الأداء:-

أ- المحافظة على مستوى المخاطر: وهو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق وذلك مقارنة على مستوى المخاطر المحدد في هدف انشاؤه.

ب- قياس مستوى التنويع: حيث من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار المتوى العالي من التنويع التي تتم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها (صناديق الاستثمار ويمكن استخدام الأسلوب البسيط لحساب معدل العائد لكل من الصناديق بالسوق واحد مؤشرات السوق قم قياس الانحراف المعياري لكلاهما ثم ايجاد قيمة معامل التحديد وكلما كانت النسبة عالية دل ذلك أن الصناديق درجة عالية من التنويع).

٣- قياس متوسط معدل العائد: وذلك من خلال قياس مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار الذي يتولد عن الصندوق ويتم ذلك بمقارنة متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط أحد المؤشرات المناسبة.

٤- قياس التكاليف: هناك نواعن من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار. النوع الأول التكاليف المباشرة ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية وهي تكاليف عادة ما تكون منشورة أما النوع الثانيب فهي تكاليف المعاملات وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها عمولة السمسرة

وعادة ما تتوفر عناه بيانات منشورة أما التكاليف التي يصعب قياسها فهي هامش ربح بيع وشراء الأسهم وبالتالي يمكن أن نعدل معادلة العائد الاجمالي للعائد على الاستثمار.

م = (ق١– ق) + ي + ر +ن / ق

حيث ن تمثل إجمالي التكاليف على مستوى السهم الواحد في المتوسط

٥- استخدام البرمجة الخطية في انتقاء المحفظة.

عادة يستخدم مديري محافظ الأوراق المالية أساليب البرمجة الخطية في تحديد أفضل توزيع للاستثمارات على مختلف الأوراق المالية المتاح الاستثمار فيها بما يحقق أعلى العوائد الممكنة مع تخفيض مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن في ظل مجموعة من القيود لعل من أهمها:-

- نسبة تنويع/ توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية المختلفة.
- حجم الاستثمارات المتاحة.
- معدل العائد المطلوب أو المستهدف.
- درجة جودة الورقة المالية خاصة بالنسبة للسندات.
- مدة الورقة المالية في حالة السندات.

مثال:- بدأ أحد صناديق الاستثمار باستثمارات بلغت ١٠٠٠,٠٠٠ جنيه تهدف إدارة الصندوق أولاً الى تحقيق أقصى ربح ممكن ثم تخفيض مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن ثانياً عن طريق تنويع الاستثمارات في أوراق مالية مختلفة وقد قررت الإدارة الاستثمار في مجموعة من السندات وفقاً للجدول التالي:-

السند	معدل العائد الحالي	سنة الاستحقاق	درجة جودة الورقة
أ	٨,٥	٢٠٠٦	ممتازة
ب	٩	٢٠١٥	جيد جداً
ج	١٠	٢٠٠٢	جيد
د	٩,٥	٢٠٠٣	جيد
هـ	٨,٥	٢٠٠٧	ممتاز
و	٩	٢٠١٠	جيد جداً.

ولتحقيق تنويع الاستثمار في مختلف الأوراق المالية بهدف تخفيض مخاطر المحفظة فقد قررت الإدارة عدم استثمار أكثر من ٢٥% من حجم الاستثمارات المتاحة في أي ورقة مالية، هذا بجانب استثمار أكثر من ٥٠% من حجم الاستثمارات المتاحة على الأقل للسندات التي تستحق بعد سنة ٢٠٠٥ وأخيراً لا يتم تخصيص أكثر من ٣٠% من حجم الاستثمارات المتاحة في الأوراق المالية التي تقل درجة جودتها عن جيد جداً.

الخطوة الأولى: تحديد المتغيرات التي تمثل مختلف السندات والتي يمكن أن تكون كالتالي:-

س أ تمثل السند أ

س ب تمثل السند ب

س ج تمثل السند ج

س د تمثل السند د

س هـ تمثل السند هـ

س و تمثل السند و

الخطوة الثانية:-

تحديد دالة الهدف

تعظيم ربحية المحفظة

ر= ٠,٠٨٥ س أ + ٠,٠٩ س ب+ ٠,١ س ج + ٠,٠٩٥ س د +٠,٠٨٥ س هـ + ٠,٠٩ س و.

الخطوة الثالثة:

تمثيل القيود في صورة متباينات وهم عبارة عن تسع متباينات.

١ الى ٦- س أ، س ب، س جـ، س د، س هـ، س و < ٢٥٠,٠٠٠

٧- س أ، س ب، س جـ، س د، س هـ، س و = ١٠٠٠,٠٠

٨- تحديد السندات التي تستحق بعد سنة ٢٠٠٥ والتي سوف يتم استثمار مبلغ ٥٠٠,٠٠٠ على الأقل (٥٠/١٠٠ × ١٠٠٠,٠٠٠)

س أ + س ب + س هـ + س و > ٥٠٠,٠٠٠ جنيه

٩- تخصيص ٣٠% على الأكثر حجم الاستثمار المتاح في الأوراق المالية التي تقل درجة جودتها عن جيد جداً (٣٠/١٠٠ × ١٠٠٠,٠٠٠ = ٣٠٠,٠٠٠٠).

س ج + س د < ٣٠٠,٠٠٠.

١٠- شرط عدم السلبية

س أ، س ب، س جـ، س د، س هـ، س و > صفر

القسم الرابع

الدراسة التطبيقية لأثر السياسات الإلزامية على مستويات العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار

أولاً: خطوات تطبيق الدراسة

١- جمع بيانات مؤشرات سوق الوراق المالية الأسبوعية خلال الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨.

٢- جمع بيانات قيم وثائق صناديق الاستثمار لنفس الفترة الزمنية.

٣- حساب متوسط عائد السوق في ضوء بيانات مؤشر السوق وفقاً للمعادلة التالية.

متوسط العائد للفترة (سنوي) = $\frac{\text{مج التغير في قيمة المؤشر أسبوعياً}}{٥٢}$

٤- حساب متوسط العائد على الاستثمار في وثائق الاستثمار بتطبيق نفس المعادلة السابقة

متوسط العائد للفترة (سنوي)= $\frac{\text{مج التغير في قيمة المؤشر أسبوعياً}}{٥٢}$

٥- حساب معامل الارتباط بين كل من متوسط عائد السوق وصناديق الاستثمار وصناديق الاستثمار وبعضها البعض وذلك لإثبات الفرض الأول وهو :

هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين متوسط عائد السوق ومتوسط عوائد الصندوق وبعضها البعض.

متوسط عائد السوق ومتوسطات حركة السنابل خلال الفترة من 2001 و 2008

السنوات	متوسط عائد السوق	القاهرة	بنك التجاري	ايجيبت ... و و	ايجيبت ... مولر	الوطني	بنك المصري	اسكندرية 1	[illegible]	التجاري الدولي	مصر 1	مصر 2	العربي الافريقي	مصر ايران	طنطا 1	طنطا 2	العربية الدولية	المصري 1	بنك التنمية
2001	[illegible]	[illegible]	0	2574031,41	0	[illegible]	-488,76	-707,72	-740,48	0	-258,48	-114,68	-180,32	-341,38	[illegible]	-309,04	-1817,2	-885,192	-422,24
2002	-401,8	[illegible]	0	[illegible]	0	[illegible]	[illegible]	515,84	428,52	37309	-214	-151,04	280,52	111,44	24,16	-1,54	-310,8	111,56	299,51
2003	14118,44	[illegible]	0	[illegible]	0	[illegible]	2457,52	[illegible]	2082,08	1354,8	[illegible]	307,32	853,28	1714,52	201,568	412,98	5188,8	1142,88	2072,72
2004	[illegible]	[illegible]	0	[illegible]	[illegible]	[illegible]	3446,52	4211,56	3130,4	-3308,2	[illegible]	-4,16	707,2	4804,8	337,584	510,64	2484	4420	2408,56
2005	[illegible]	[illegible]	0	3881,7744	1042,8	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	-1611,48	1112,28	1253,68	2171	[illegible]	[illegible]	1045,2	16212,04	[illegible]	5408,12
2006	[illegible]	[illegible]	0	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	1977,84	[illegible]	-171,08	285,72	[illegible]	484,44	[illegible]	-416,8	[illegible]	[illegible]	[illegible]
2007	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	1956,12	[illegible]	[illegible]	[illegible]	11862	[illegible]	[illegible]	20701,78	[illegible]	-3747,84
2008	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	-3761,58	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	-252,2	[illegible]	-14021,72	[illegible]	[illegible]
معامل الارتباط بين متوسط عائد السوق ومتوسطات حركة السنابل		0,97015201	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	0,861418717	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	0,820407441	0,97738812	[illegible]	-0,82300401

علاقة الارتباط بين متوسطات حركة السنابل وبعضها البعض

	القاهرة	[illegible]	ايجيبت ... و و	ايجيبت ... مولر	[illegible]	البنك المصري الخليجي	اسكندرية 1	[illegible]	[illegible]	مصر 1	مصر 2	العربي الافريقي	مصر ايران	طنطا 1	طنطا 2	العربية الدولية	[illegible]	[illegible]
القاهرة		1	[illegible]	[illegible]	[illegible]	0,90141137	[illegible]	[illegible]	-0,00986125	0,791758440	0,90618207	0,916758547	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	-1
ايجيبت ... و و				[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
ايجيبت ... مولر					[illegible]	[illegible]	1	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]						[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
البنك المصري الخليجي							[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
اسكندرية 1								[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]									[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]										[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
مصر 1											[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
مصر 2												[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
العربي الافريقي													[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
مصر ايران														[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
طنطا 1															[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
طنطا 2																[illegible]	[illegible]	[illegible]
العربية الدولية																	[illegible]	[illegible]
[illegible]																		[illegible]
[illegible]																		

المصدر : البيانات المنشورة على الانترنت في البورصة المصرية وتم حساب المتوسط بمعرفة الباحث

السنوات	متوسط عائد السوق	بنك قناة السويس	أوريكس للزيوت	المصرفية 2	بنك التمويل	مصر - العمر	البنك الوطني	الأهلي 3	البنك التجاري -	بنك مصر 3	بنك فيصل	مصر الإسلامي	سنقل	أهلي 5
2001	-11616,28	-808	1376,44	-468,56	0	0	0	0	0	-803,472	0	0	0	0
2002	-501,6	325,52	1543,84	151,32	0	0	0	0	0	280,956	0	0	0	0
2003	34110,44	508,88	1465,28	1075,68	0	5361,4	0	0	0	2139,434	0	0	0	0
2004	70463,88	1961,4	1124,53	1718	0	1262,4	0	0	0	4484,012	5209,38	0	5209,16	0
2005	185635,84	5138,04	4329,88	3414,44	0	2371,72	0	8647,6	0	10341,384	3340,88	0	2240,88	0
2006	14085,12	-1852,76	-318,76	171,6	5728,64	605,8	5410,08	-481	5345,6	1147,588	-185,64	5276,44	-185,84	5276,44
2007	176482,48	7943,36	4471,34	3404,76	1135,16	2552,72	1001	1503,8	1175,2	12346,12	1701,44	2136,16	1701,44	2136,16
2008	-192829,08	-4858,96	-4868,92	-4888,76	-2082,16	-181,2	-845,6	-1694,68	-1683,24	-4194,12	-1786,72	-1326	-1786,72	-1326
معامل الارتباط بين متوسط عائد السوق ومتوسطات عوائد المحافظ		0,954861006	0,906075973	0,991388003	0,21225476	0,420018732	0,053810509	0,810806358	0,201799255	0,993214557	0,635082006	0,249022174	0,635092006	0,24902217

	بنك قناة السويس	أوريكس لباسه	المصرفية 1	بنك التمويل المصري السعودي	مصر - العمر	البنك الوطني المصري	الأهلي 3	البنك المصري - فيصل	بنك مصر 3	بنك فيصل	مصر الإسلامي	سنقل	أهلي 5
التأمين	0,985082627	0,940025125	0,968451283	0,47385133	0,351502819	0,326296313	-0,12206296	0,475819597	0,989089206	0,633911957	0,9906953	0,633911957	0,94865301
البنك المصري الدولي	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
أسمنت قنا	-0,190015946	0,055841315	-0,72318613	0,35712943	0,324618883	0,200379646	0,784718943	0,357294765	-0,174912197	0,648000542	0,48017972	0,648000542	0,48017972
أسمنت	0,96451992	0,975648099	0,968779911	0,33063625	0,182980807	0,172452849	0,773055487	0,330604231	0,96809858	0,765667680	0,45505454	0,765667680	0,45505454
كيماويات أسيوط 2	0,94223984	0,918786296	0,913548786	0,85465085	0,38061827	0,522734508	0,857402274	0,654423508	0,942420636	0,670575432	0,750735217	0,670575432	0,75073522
البنك المصري الخليجي	0,949810234	0,947712809	0,808727181	0,40723659	0,431540729	0,252986424	0,744292704	0,40720367	0,98879458	0,642276318	0,52684113	0,642276318	0,52684113
السكندرية 1	0,857802101	0,935283239	0,895217412	0,6414751	0,406141505	0,54791198	0,754333591	0,641447444	0,953514773	0,891338494	0,739194288	0,891338494	0,73919428
كيماويات أسيوط 1	0,880742088	0,872485987	0,845952898	0,5808823	0,406842955	0,458182315	0,737082208	0,596853374	0,957767823	0,707838883	0,690761317	0,707838883	0,69076132
المتحدة العربية	0,03408171	0,185516738	-0,0504314	-0,10810862	0,755400461	-0,268635121	0,655349269	-0,106139456	-0,045384586	0,584619587	0,027135087	0,584619537	0,02713506
مصر 1	0,812067047	0,87753189	0,914088712	0,21717484	0,588500724	0,095230681	0,963924649	0,217139851	0,848004084	0,464322758	0,347002389	0,464322758	0,34700237
مصر 2	0,844212880	0,908118420	0,950402119	0,58828837	0,429400301	0,440670695	0,970182798	0,508257215	0,927504984	0,41846389	0,893098087	0,43882541	0,8920981
العربي الأفريقي الدولي	0,950067647	0,8793087	0,98409164	0,21345838	0,478464566	0,051430875	0,882809759	0,218423166	0,954387856	0,602310861	0,343430612	0,602310861	0,34349061
مصر إيران	0,977230158	0,920197612	0,986237525	0,34788883	0,319644594	0,190408111	0,77080843	0,347854532	0,990664168	0,647783324	0,471306447	0,647783324	0,47130645
أهلي 1	0,98854885	0,88432856	0,977305407	0,1671362	0,335112541	0,004263777	0,888217326	0,167100654	0,988762955	0,638270080	0,298745409	0,638270080	0,29874541
أهلي 2	0,947868618	0,811968875	0,94231840	-0,02817188	0,471548109	-0,190622305	0,847778701	-0,028167882	0,909957946	0,681467287	0,107112257	0,681467287	0,10711226
العربية المتحدة للتأمين	0,955088289	0,925133152	0,988802585	0,37108814	0,407794636	0,214802789	0,747739827	0,371026843	0,986315796	0,504207826	0,498080486	0,508207826	0,49808049
المصرفية 1	0,953278658	0,928708821	0,990398825	0,38838888	0,480426487	0,218992306	0,788580138	0,388173481	0,981448224	0,679588048	0,510033636	0,679588049	0,51003364
بنك تنمية الصادرات	-0,282241543	-0,007584618	-0,057320576	0,853888648	0,289888888	0,509637715	0,499214851	0,354020407	-0,105384107	0,26551128	0,224440154	0,26551128	0,22444815
بنك قناة السويس		-0,007584618	0,961812747	0,98524588	0,299941818	-0,058186288	0,73050823	0,105210135	0,985641565	0,598158481	0,238571814	0,598158481	0,23857181
أوريكس لباسه			0,913912609	0,468888888	0,507520535	0,318790217	0,772959626	0,468028544	0,924073261	0,641224207	0,583894572	0,641224207	0,58389457
المصرفية 2				0,3300877	0,436411742	0,171828074	0,812478890	0,330003688	0,987982239	0,588541823	0,45448787	0,588541823	0,45448787
بنك التمويل المصري السعودي					0,348294197	0,988687487	-0,12206296	0,999999999	0,382784766	0,388644014	0,990640168	0,388644014	0,99064017
مصر - العمر						0,19001111	0,957480349	0,348360406	0,330150563	0,866552541	0,471688246	0,866552541	0,47168825
البنك الوطني المصري							0,114204207	0,98664334	0,227148139	0,203881792	0,955597893	0,203881792	0,95559789
الأهلي 3								0,274508354	0,780048385	0,882219642	0,401879167	0,882219642	0,40187917
البنك المصري - فيصل									0,382751442	0,380632391	0,9908953	0,380632391	0,9908953
بنك مصر 3										0,622256852	0,504883404	0,622256852	0,5048834
بنك فيصل											0,483313388	1	0,48331337
مصر الإسلامي												0,483313388	0,99866466

المصدر: البيانات المنشورة على الإنترنت في البورصة المصرية وتم حساب المتوسط بمعرفة الباحث 28

في ضوء نتائج الجداول السابقة يمكن استنتاج ما يلي :

٥/١- تلاحظ أن هناك علاقة ارتباط قوية جداً تزيد عن ٩٠% بين سوق الأوراق المالية ومعظم صناديق الاستثمار المفتوحة ماعدا كل من صناديق إيجبت فند بالجنيه المصري وصندوق بنك تنمية الصادرات وصندوق العقاري العربي.

٥/٢- بالرجوع للإيضاحات المرفقة بالمركز المالي للصناديق إيجيبت فند بالجنيه المصري وصندوق بنك تنمية الصادرات وصندوق العقاري العربي تلاحظ أن نسب الاستثمار في سندات الاسكان والسندات الحكومية وأذون الخزانة تمثل نسب تتراوح بين ٣٥ و٥٠% من حجم صافي القيمة السوقية لأصول الصندوق.

٥/٣- هناك علاقة إرتباط بين متوسطة وقوية بين صندوق بنك القاهرة وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق البنك الأهلي الخامس وصندوق البنك الأهلي الثالث وصندوق البنك الأهلي الوطني المصري وصندوق بنك مصر - العمر وصندوق بنك تنمية الصادرات وصندوق العقاري العربي.

٥/٤- هناك علاقة ارتباط كاملة بني صندوق البنك التجاري الدولى وجميع الصناديق ماعدا صندوق بنك تنمية الصادرات.

٥/٥- لا يوجد علاقة ارتباط بين صندوق إيجيبت فند جنيه بالمصري وبين كل صناديق الاستثمار ماعدا صناديق صندوق إيجيبت عند دولار وصندوق البنك الأهلى الثالث وصندوق بنك فيصل وصندوق بنك مصر الاسلامي وصندوق سنابل وصندوق البنك الأهلي الخامس.

٥/٦- هناك علاقة ارتباط قوية بين كريدي أجريكول ٢ وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق مصر - العمر وصندوق العقاري العربي.

٥/٧- هناك علاقة ارتباط قوية بين البنك المصري الخليجي وبين جميع صناديق الاستثمار ماعدا كل من بنك تنمية الصادرات وصندوق العقاري العربي.

٥/٨- هناك علاقة ارتباط قوية بين صندوق بنك الإسكندرية واحد جميع صناديق الاستثماري ماعدا صناديق العقاري العربي وبنك تنمية الصادرات.

٥/٩- هناك علاقة ارتباط قوية بين كريدي أجريكول وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق العقاري العربي.

٥/١٠- لا يوجد علاقة ارتباط بين صندوق العقاري العربي وجميع صناديق الاستثمار الأخرى ماعدا صناديق مصر - العمر وصندوق البنك الأهلي الثالث وبنك فيصل وصندوق سنابل.

٥/١١- يوجد علاقة ارتباط قوية بين صندوق مصر الأول وبين صناديق الاستثمار ماعدا

البنك الوطني المصري.

٥/١٢- يوجد علاقة ارتباط متوسط وقوي بين صندوق استثمار مصر الثاني وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق بنك تنمية الصادرات.

٥/١٣- يوجد علاقة ارتباط بين صندوق العربي الأفريقي الدولي - شيلد وبين جميع الصناديق ما عدا صناديق بنك تنمية الصادرات والبنك الوطني المصري.

٥/١٤- يوجد علاقة ارتباط بين صندوق مصر إيران وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق تنمية الصادرات.

٥/١٥- يوجد علاقة ارتباط قوية بين صندوق البنك الأهلي الأولي وباقي صناديق الاستثمار ماعدا صندوق البنك الوطني المصري.

٥/١٦- مما سبق يتضح أن معظم الصناديق لها علاقة ارتباط قوية أو قوية جداً وبعضها البعض وهذا قد يرجع لضيق حجم العرض في السوق من فرص الاستثمار.

٥/١٧- في ضوء العرض السابق يتضح صحة الفرض الأول.

٦- حساب معامل الارتباط بين مخاطر السوق الأوراق المالية وبين صناديق الاستثمار وبين صناديق الاستثمار وبعضها البعض وذلك لإثبات الفرض الثاني وكان:

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر سوق الأوراق المالية وبين صناديق الاستثمار وبين صناديق الاستثمار وبعضها البعض.

[illegible]

	مضاعف السوق	القاهرة	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	مصر 1	مصر 2	[illegible]	[illegible]	أطلس 1	أطلس 2	[illegible]	المصرية 1	[illegible]	[illegible]	[illegible]	المصرية 2	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	بنك مصر 3	[illegible]	[illegible]
2001	[illegible]	[illegible]		[illegible]		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]						[illegible]		
2002	[illegible]	[illegible]		[illegible]		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]						[illegible]		
2003	200,5847	2,912513		3,340521		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]		[illegible]				[illegible]		
2004	[illegible]	[illegible]		[illegible]		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]		[illegible]				[illegible]	[illegible]	
2005	[illegible]	[illegible]		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]		[illegible]		[illegible]		[illegible]	[illegible]	
2006	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
2007	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
2008	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

[illegible]

	القاهرة	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	مصر 1	مصر 2	[illegible]	[illegible]	أطلس 1	أطلس 2	[illegible]	المصرية 1	[illegible]	[illegible]	[illegible]	المصرية 2	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	بنك مصر 3	[illegible]	[illegible]
القاهرة		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]			[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]				[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]					[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]						[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]							[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]								[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]									[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]										[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
مصر 1											[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
مصر 2												[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]													[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]														[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
أطلس 1															[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
أطلس 2																[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
المصرية 1																		[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																			[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																				[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																					[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
المصرية 2																						[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																							[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																								[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																									[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																										[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]																											[illegible]	[illegible]	[illegible]
بنك مصر 3																												[illegible]	[illegible]
[illegible]																													[illegible]
[illegible]																													

المصدر : البيانات المنشورة على الانترنت في البورصة المصرية وتم حساب الانحراف المعياري ومعاملات الارتباط بمعرفة الباحث

من واقع بيانات الجدول السابق نستنتج ما يلي:

٦/١- هناك علاقة ارتباط قوية بين مخاطر سوق الأوراق المالية وبين جميع صناديق الاستثمار المفتوحة خلال فترة الدراسة.

٦/٢- هناك علاقة ارتباط قوية – قوية جدا بين صندوق بنك القاهرة وجميع صناديق الاستثمار ما عدا صندوق مصر – العمر حيث يوجد علاقة ارتباط ضعيفة.

٦/٣- هناك علاقة ارتباط قوية إيجابية بين صندوق البنك التجاري الدولى وكل صناديق الاستثمار ماعدا علاقة ضعيفة وضعيفة جداً مع صناديق العقاري العربي وأهلى الأول وبنك تنمية الصادرات وعلاقة عكسية مع كل من صناديق مصر الأول والأهلى ٢ الثاني.

٦/٤- هناك علاقة ارتباط قوية جداً إيجابية وبين صناديق إيجيبت فند جنيه مصري وبين جميع صناديق الاستثمار وعلاقة ارتباط عكسية كاملة مع كل من الأهلي الخامس وصندوق سنابل.

٦/٥- هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية بين صندوق إيجيبت فند دولار وبين جميع صناديق الاستثمار ماعدا صناديق مصر – العمر بنك تنمية الصادرات والأهلي الثاني والعربي الأفريقي الدولي حيث هناك علاقة ارتباط عكسية بين ضعيف ومتوسط.

٦/٦- هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية وقوية جداً بين صندوق كريدي أجريكول الثاني وجميع صناديق الاستثمار.

٦/٧- هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية وقوية جداً بين صندوق البنك المصري الخليجي وبين جميع صناديق الاستثمار.

٦/٨- هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية وقوية جداً بين صندوق كريدي أجريكول الثاني وجميع صناديق الاستثمار ماعدا كل من صندوق العقاري العربي حيث علاقة ارتباط سلبية قوية وعلاقة ارتباط ضعيفة مع صندوق بنك تنمية الصادرات.

٦/٩- هناك علاقة ارتباط سلبية ضعيفة بين صندوق العقاري العربي ومعظم صناديق الاستثمار وعلاقة ارتباط متوسط إلى قوية إيجابية مع كل من صندوق سنابل وصندوق الأهلي الثالث.

٦/١٠- هناك علاقة ارتباط إيجابية بين متوسط وقوي جداً بين صندوق استثمار بنك مصر الأول وجميع صناديق الاستثمار المفتوحة ماعدا علاقة ارتباط ضعيفة إيجابية مع كل صندوق بنك التمويل السعودي والبنك الوطني المصري وبنك تنمية الصادرات.

٦/١١- هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية وقوية جداً بين صندوق استثمار بنك مصر الثاني وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق بنك تنمية الصادرات حيث علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة.

٦/١٢- هناك علاقة ارتباط إيجابية متوسط وقوية جداً بين صندوق العربي الأفريقي الدولي وكل صناديق الاستثمار ماعدا علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة مع كل من بنك التمويل السعودي والبنك التجاري فيصل ومصر الإسلامي والأهلي الخامس.

١٣/٦- هناك علاقة ارتباط إيجابية بين متوسطة وقوية جداً بين صندوق مصر إيران وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق البنك التجاري فيصل ضعيفة والبنك الوطني المصري وبنك التمويل السعودي بعلاقة إيجابية ضعيفة.

١٤/٦- مما سبق عرضه وبطبعة قائمة صناديق الاستثمارات وجهات إدارتها يتضح أن علاقة الارتباط الإيجابية القوية والقوية جداً لمخاطر الصناديق تكون واضحة بين الصناديق تحت نفس جهة الإدارة.

١٥/٦- كما يمكن أن نستنتج من العرض السابق أن تأثير المخاطر المنتظمة للسوق يعد شبه متماثل بين جميع صناديق الاستثمار وبالتالي لا نحتاج إلا إلى معيار واحد أو اثنين على الأكثر لقياس مستوى الداء للصناديق مما يبرر اعتماد الباحث على تقييم الأداء باستخدام معيار شارب فقط.

٧- يتم حساب مستوى أداء السوق وكذا مستوى أداء صناديق الاستثمار لفترة الدراسة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٨ وذلك لإثبات الفرضية الثالث وهى:

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى أداء السوق ومستوى أداء صناديق الاستثمار.

مستوى أداء السوق والصناديق المفتوحة وفقا لمعيار شارب
ومعامل الأرتباط بين أداء السوق والصناديق

السنوات	مستوى أداء السوق	القاهرة	البنك التجاري الدولي	ايجبت فند ج م	ايجبت فند دولار	كريدي أجريكول 2	البنك المصري الخليجي	اسكندرية 1	كريدي أجريكول 1	المشرق العربي	مصر 1	مصر 2	العربي الافريقي الدولي -	مصر إيران	أهلي 1	أهلي 2
2001	-0,010710356	-0,45123551		-0,20026		-0,2276	-0,09768	-0,08354	-0,0785		-0,17155		-0,08537	-0,08514	-0,68632	-0,13072
2002	-0,00350262	0,270796719		-0,02461		0,129824	0,058399	0,045577	0,037868	0,189852	0,035491		12,35387	-0,09198	-0,74221	-0,32253
2003	0,00778934	0,279228957		0,178822		0,136428	0,050082	0,045183	0,053263	0,096885	0,191425	-0,01627	0,081314	0,011687	0,067872	0,060275
2004	0,003580519	0,162444761		0,082583		0,087568	0,034542	0,032819	0,077117	0,028311	0,44244	-0,10482	-0,24745	0,001434	0,004046	-0,01047
2005	0,00194608	0,121925045		0,051861	0,32059	0,059789	0,026664	0,024713	0,114603	0,029896	0,364498	-0,02644	-0,07785	0,007884	0,104638	0,140592
2006	0,000248928	0,025110401		0,004094	0,025212	0,030195	0,004727	0,006964	0,03975	0,003761	0,111688	-0,08337	-0,48837	-0,00357	-0,05115	0,000548
2007	0,0007371	0,046696292	0,035935	0,02052	0,115419	0,026352	0,013646	0,009905	0,076553	0,03773	0,361438	-0,00362	0,04123	0,00174	0,030683	0,044654
2008	-0,00048234	-0,042341088	-0,0943	-0,01585	0,125432	-0,02778	-0,01655	-0,01362	-0,10601	-0,01066	-0,46586	-0,06572	-0,44435	-0,00332	-0,08952	-0,07253
	معامل الأرتباط بين السوق والصناديق	0,788913079	0,998565	0,989181	0,775177	0,798415	0,762251	0,792953	0,593286	-0,18493	0,52021	0,737385	-0,25184	0,830534	0,825245	0,610904

المصدر : تم حساب معيار شارب ومعامل الأرتباط بين مستوى أداء السوق ومستوى أداء الصناديق المفتوحة بمعرفة الباحث 34

مستوى أداء السوق والصناديق المفتوحة وفقا لمعيار شارب
ومعامل الأرتباط بين أداء السوق والصناديق

السنوات	مستوى أداء السوق	المصرية الدولية للتأمين	المصرفية 1	بنك تنمية الصادرات	بنك قناة السويس	أوريت ترامست	المصرفية 2	بنك التعمير والإسكان	مصر - العصر	البنك الوطني المصري	الأهلي 3	البنك التجاري - فيصل	بنك مصر 3	بنك فيصل	مصر الاسلامي
2001	-0,010710356	-0,01385	-0,05674	-0,05444	-0,04048	-0,01823	-0,05565						-0,12308		
2002	-0,00350262	-0,02427	0,156003	0,004642	0,035774	0,005861	0,033925						-0,01506		
2003	0,00778934	0,001121	0,038635	0,017897	0,165572	0,045138	0,051724		0,269594				0,053905		
2004	0,003580519	-0,00141	0,016342	0,01569	0,077047	0,237753	0,053834		0,038348				0,023628	4,297356	
2005	0,00194608	0,005405	0,023324	0,028178	0,040928	0,145019	0,036009		0,03656		0,201666		0,018	0,239844	
2006	0,000248928	-0,00091	-0,00222	-0,0063	0,002665	0,005015	-0,00011	-0,02263	-0,03007	-0,13761	0,004215	0,580059	0,000234	0,012159	0,279191
2007	0,0007371	0,001577	0,00797	0,00634	0,014974	0,126442	0,014464	0,027935	0,034633	0,045233	0,084198	1,0325	0,008037	0,326878	-0,0648
2008	-0,00048234	-0,00328	-0,00509	-0,04059	-0,01362	-0,04192	-0,01158	-0,01728	-0,0721	-0,0809	-0,0496	-0,44131	-0,00858	-0,18497	-0,03833
	معامل الأرتباط بين السوق والصناديق	0,670383	0,209106	0,758317	0,823369	0,491661	0,831194	0,742089	0,957326	0,584912	0,993588	0,994524	0,97008	0,874056	0,045384

المصدر : تم حساب معيار شارب ومعامل الأرتباط بين مستوى أداء السوق ومستوى أداء الصناديق المفتوحة بمعرفة الباحث 34

في ضوء نتائج الجدول السابق نستنتج ما يلي :

٧/١- وجود علاقة ارتباط إيجابية متوسطة إلى قوية جداً بين مستوى أداء السوق وكل صناديق الاستثمار ماعدا كل من صناديق مصر الثاني والمصرفية الأول يمثلان علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة بينما تمثل صناديق كل من العربي الأفريقي الدولي والعقاري العربي علاقة ارتباط سلبية ضعيفة.

وهذا يوضح إلى تماثل مستوى أداء الصناديق مع مستوى أداء معظم الصناديق.

مما يثبت صحة الفرض الثالث

٧/٢- كما يشير الرسم البياني جدول قياس مستوى الأداء باستخدام نموذج شارب إلى ضعف مستوى أداء السوق وجميع صناديق الاستثمار خاصة خلال سنة ٢٠٠٨.

٨- وهنا يتم استخدام أسلوب البرمجة الخطية لانتقاء المحفظة باستخدام الحاسب الآلي وذلك لإثبات الفرض الرابع والأخير وهو:

هناك علاقة بين مدى التزام صناديق الاستثمار بالسياسات الإلزامية ومستوى عوائد مخاطرها ولإثبات ذلك الفرض سنقوم أربعة خطوات فرعية وفقاً للاتي:

٨/١- استخراج مؤشرات القطاعات من التقارير السنوية لسنة ٢٠٠٧ لهيئة الرقابة المالية ثم حساب متوسط العائد على مستوى كل قطاع وفقاً للجدول التالي

ثم حساب متوسط العائد لكل قطاع = مج التغير في المؤشر القطاعي عن سنة (٤ أرباع سنة)
٤

وكان متوسط العائد وفقاً الجدول التالي:

مؤشرات القطاعات وفقا لتقسيم البورصة ومتوسط عوائدها خلال سنتي 2007 و2008

القطاعات	الرعاية الصحية والأدوية	قطاع الأتصالات	موارد أساسية	الكيماويات	قطاع الأغذية والمشروبات	منتجات منزلية وشخصية	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	عقارات	السياحة والترفيه	التشييد ومواد البناء	البنوك	الخدمات المالية
1\1\2007	977	1029	1029	1023	1010	1010	977	1026	1009	1021	999	1005
1\4\2007	1027	1035	998	950	945	1016	1027	1177	1270	1044	1039	943
1\7\2007	1775	991	1110	924	1011	1027	1775	1781	1425	1295	1076	1083
1\10\2007	2134	1001	1077	953	1137	1035	2134	1769	1766	1609	1429	1121
1\1\2008	2825	1239	1257	1183	1128	1098	2957	2214	1956	1919	1597	1459
1\4\2008	1209	1044	1619	1505	1894	1259	3308	2524	2039	2441	1542	1631
1\7\2008	1280	884	1496	1576	2100	1113	2851	1991	1437	2177	1373	1355
1\10\2008	1185	566	972	1226	1284	767	2308	1102	917	1808	984	965
1\1\2007	0,051177073	0,0058309	-0,030126	-0,0713587	-0,0643564	0,005941	0,051177	0,147173	0,258672	0,022527	0,04004	-0,06169
1\4\2007	0,728334956	-0,0425121	0,1122244	-0,0273684	0,0698413	0,010827	0,728335	0,513169	0,122047	0,240421	0,035611	0,148462
1\7\2007	0,202253521	0,01009082	-0,02973	0,0313853	0,1246291	0,00779	0,202254	-0,00674	0,239298	0,242471	0,328067	0,035088
1\10\2007	0,323805061	0,23776224	0,1671309	0,2413431	-0,0079156	0,06087	0,385661	0,251555	0,107588	0,192666	0,117565	0,301517
1\1\2008	-0,5720354	-0,157385	0,2879873	0,2721893	0,679078	0,14663	0,118701	0,140018	0,042434	0,272017	-0,03444	0,117889
1\4\2008	0,05872622	-0,1532567	-0,075973	0,0471761	0,1087645	-0,115965	-0,13815	-0,21117	-0,29524	-0,10815	-0,1096	-0,16922
1\7\2008	-0,07421875	-0,3597285	-0,350267	-0,2220812	-0,3885714	-0,310872	-0,19046	-0,44651	-0,36186	-0,1695	-0,28332	-0,28782
1\10\2008	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
متوسط عائد 2007	0,326392653	0,05279297	0,0548748	0,0435003	0,0305496	0,021357	0,341857	0,22629	0,181901	0,174521	0,130321	0,105844
متوسط معدل العائد للقطاعات لـ2007 و2008	0,089755335	-0,1823998	-0,114844	-0,0910893	-0,0598163	-0,149347	0,01969	-0,07656	-0,11088	-0,03844	-0,11326	-0,11447

المصدر : تم تجميع البيانات من التقرير السنوي للبورصة لسنتي 2007 و2008

٢/٨- بفرض أن كل قطاع يمثل ورقة مالية وبتطبيق السياسة الإلزامية أصبح لازمـاً أن لا يتعدى حجم الاستثمار في كل ورقة مالية ١٠% من حج الأموال المتاحة لاستثمار.

وبمراجعة العوائد في الجدول السابقة سنفترض أن إدارة الصندوق أقرت السياسات التالية:-

أ- بغرض أن حجم الأموال المتاحة للاستثمار ٤٠ مليون جنيه.

ب- الالتزام بالسياسات وفقاً للقانون الخاصة بالاستثمار بحد أقصى ١٠% من حجم أمـوال الصندوق.

جـ- الاستثمار في الأوراق المالية التي يزيد عائدها عن ٣٠% بـ٥٠% من حجم الأمـوال المتاحة للاستثمار.

د- الاستثمار في الأوراق المالية التي يتراوح عائدها بين ١٥% وأقل من ٣٠% بـــ٣٠% من الأموال المتاحة للاستثمار.

هـ- الاستثمار في الأوراق المالية التي يقل عائـدها عـن ١٥% بـــ٢٠% مـن أمـوال الصندوق.

ثم إدخال تلك السياسات على الحاسب وفقاً للاتي:-

نتائج تطبيق جدول السمبلكس بإستخدام الحاسب الآلي

	Sign	Totals	الرعاية الصحية والأدوية	قطاع الأتصالات	موارد أساسية	الكيماويات	قطاع الأغذية والمشروبات	منتجات منزلية وشخصية	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	عقارات	السياحة والترفيه	التشييد ومواد البناء	البنوك	الخدمات المالية
40000000	<=	40000000	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
4000000	<=	4000000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
4000000	<=	4000000	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
4000000	<=	4000000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
4000000	<=	4000000	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
4000000	<=	4000000	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
4000000	<=	4000000	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
4000000	<=	4000000	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
4000000	<=	4000000	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
4000000	<=	4000000	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
4000000	<=	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4000000	<=	4000000	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4000000	<=	4000000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
20000000	<=	8000000	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
12000000	<=	12000000	0	0	1	0	0	0	0	1	1	1	0	0
80000000	<=	20000000	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1
	العوائد	6020020	0,326393	0,052793	0,054875	0,0435	0,03055	0,021357	0,341857	0,22629	0,181901	0,174521	0,130321	0,105844
	حجم الاستثمار		4000000	4000000	0	4000000	4000000	4000000	4000000	4000000	4000000	4000000	0	4000000

المصدر : تم التطبيق عن طريق Problem Solver في برنامج الأكسل والنتائج بملحق رقم 2 38

نحصل على عائد قدره = ٥٥٩٦٦٤٥

$$\text{ويمثل معدل} = \frac{5596145}{40{,}000{,}000} = 14\%\ \text{تقريباً}$$

٣/٨ بغرض أنه تم تغيير السياسات اللازمة إلى ٢٠% كحد أقصى للاستثمار في الورقة الواحدة ثم تطبيق نفس الخطوات ٢/٨ نحصل على كما هو موضح في الجدول السابق نحصل على النتيجة التالية:

نحصل على عائد قدره = ٨٠٤٢٥٢٢ جنيه

$$\text{ويمثل معدل} = \frac{8042522}{40{,}000{,}000} = 20.1\%\ \text{تقريباً}$$

وبالتالي يتضح أن السياسات الإلزامية قد أثرت سلبياً على مستوى عوائد الصندوق الافتراضية مما يثبت صحة الفرض الرابع.

٩- ملخص النتائج والتوصيات:

مخلص النتائج:-

يمكن تخليص النتائج البحث في التالي:

١- هناك علاقة ارتباط قوية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار ومعظم متوسط عوائد صناديق الاستثمار وبعضها البعض وهذا يدل على شيئان:-

أ- ضيق حجم المعروض من فرص الاستثمار في الأوراق المالية.

ب- أن معظم الصناديق توجه معظم استثماراتها للسوق المحلي.

٢ – هناك علاقة ارتباط قوية بين مخاطر السوق ومخاطر الصناديق الاستثمار ومعظم مخاطر صناديق الاستثمار وبعضها البعض وهذا يدل على ثلاث أشياء:-

أ- أن مجموعة الصناديق الاستثمار التي تدار عن طريق نفس الجهة الإدارة في معظم الأحوال هناك علاقة ارتباط قوية جداً بينها.

ب- أن المخاطر المنتظمة على مستوى السوق متماثل بين معظم صناديق الاستثمار وبالتالي يمكن أن يكتفي بقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار بمقياس شارب.

ج- أن السياسات الإلزامية لصناديق الاستثمار أدت إلى تماثل مخاطر تلك الصناديق مع مستوى مخاطر السوق لمعظم الصناديق.

٣- هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية بين مستوى أداء سوق الأوراق المالية وأداء صناديق الاستثمار وهذا يعد أحد مؤشرات أثر السياسات الإلزامية على عوائد السوق.

٤- أن السياسات الإلزامية تؤثر سلباً على مستوى عوائد الصناديق المتوقعة.

٢/٩- توصيات البحث:-

١- تطوير نظم المعلومات الداخلية لصناديق الاستثمار بغرض خدمة متخذ قرار توزيع

الأموال المتاحة للاستثمار على الأوراق المالية المختلفة موفراً ما يلي:

أ- معلومات أن أثر بالمتغيرات الاقتصادية المتوقعة على القيم السوقية للأوراق المالية.

ب- قياس أثر الأسواق الأخرى على السوق المصري نظراً لارتباط متوسط عوائد الصناديق بها.

جـ- إتاحة معلومات على أثر سيناريو السياسات المختلفة المقترحة للصندوق على مستويات العائد والمخاطرة للصندوق.

وقد بالطبع يستلزم بناء قواعد بيانات وقواعد النمذجة التي تخدم تلك المقاييس.

٢- الارتقاء بمستوي الفني للعاملين على صناديق للاستثمار بالتوجيه نحو الحصول على الشهادات المهنية التى تسعد بشكل فاعل على فهم الطرف العلمية المقترحة من قبل الباحثين وبما يعود بالإيجاب على مستويات العائد والمخاطر لتلك الصناديق.

٣- وضع إطار قانوني لنشر البيانات للباحثين من الجامعات والمعاهد البحثية في إطار تعاقد يحفظ خقوق الأطراف المختلفة وبما يساعد على إيجاد آلية لحل المشاكل التي تواجه صناديق الاستثمار باستخدام أساليب البحث العلمي وبما يعظم منافع كافة الأطراف.

٤- توسيع قاعدة سوق الاستثمار للصناديق الاستثمار المفتوحة عن طريق السماح للصناديق بدخول مجالات استثماريه غير الاستثمار في الأوراق المالية لجذب مزيد من المدخرات وتعويض انخفاض العائد في فترات الهبوط.

٥- تطوير التشريعات الخاصة بإدارة صناديق الاستثمار خاصة فيما يتعلق بعدد الصناديق التي يقوم بإدارتها مدير واحد للاستثمار وكذا الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية ومن الأبحاث المستقبلية المقترحة.

١- قياس أثر دخول وخروج المستثمرين الأجانب على مستويات العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار.

٢- نموذج مقترح لنظام معلومات متكامل لدعم متخذ قرارات الاستثمار للصناديق تحت مختلف الظروف الاقتصادية والسياسات الاجتماعية.

٣- نموذج مقترح للتنبؤ بأثر المتغيرات الخارجية والداخلية على مستويات العائد والمخاطر لصناديق الاستثمار.

٤- أثر الاستثمار في البورصات العالمية على مستويات العائد والمخاطر لصناديق الاستثمار.

٥- دراسة مقارنة لمستوى أداء صناديق الاستثمار بين السوق المصري والعربي والعالمي.

المــراجــع

أولاً: المراجع العربية:

<u>أ – الكتب:-</u>

١- حسين عطا غنيم، بحوث العمليات، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ١٩٩٩.

٢- سونيا البكري، الطرق الكمية في الادارة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، ١٩٩٧

٣- فتحي رزق السوافيري، بحوث العمليات تطبيقات باستخدام الحاسب، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٤.
٤- محروس حسن، الاسواق المالية والاستثمارات المالية، كلية التجارة - جامعة عين شمس، ١٩٩٤.
٥- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٠.
٦- محمد عثمان اسماعيل حميد، اسواق راس المال وبورصة الاوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاعمال، كلية التجارة جامعة القاهرة، دار النهضة العربية ١٩٩٣.
٧- منير ابراهيم هنيدي، الاوراق المالية واسواق راس المال، كلية التجارة جامعة طنطا ، منشأة المعارف بالاسكندرية ، ١٩٩٧.
٨- ـــــــــــــــ، الفكر الحديث في الاستثمار، كلية التجارة - جامعة طنطا، منشأة دار المعارف، ٢٠٠٤.
٩- محمد مطر، ادارة الاستثمارات، مؤسسة الاوراق للنشر والتوزيع - عمان - الاردن - ١٩٩٩
١٠-نبيل محمد مرسي، الاساليب الكمية في الادارة، كلية التجارة - جامعة الاسكندرية ، المكتب الجامعي الحديث، ٢٠٠٦

ب- الدوريات والتقارير:

١- احمد عبد الحليم شعراوي، تقييم اداء المؤسسات المالية غير المصرفية "دراسة تطبيقية على مشاكل قياس تقييم كفاءة اداء صناديق الاستثمار" - رسالة عضوية، اكاديمية السادات للعلوم الادارية ٢٠٠٥.
٢- السيدة عبد الفتاح عبد السلام اسماعيل، محددات اسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية المصرية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل - كلية التجارة - جامعة طنطا، المجلد الثاني للعدد الثاني ٢٠٠٥
٣- جلال ابراهيم العبد، محددات اداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، ٢٠٠٤.
٤- حسن اسماعيل فارس، نموذج لتقييم الاداء الاستثماري بالتطبيق على البورصة المصرية، رسالة زمالة - اكاديمية السادات للعلوم الادارية، ٢٠٠٢.
٥- حسن حسن محمد، معاملات بورصة الاوراق المالية لانعكاس اداء الاقتصاد المصري حقائق وتساؤلات في ضوء مؤشرات اداء شركات الاسمنت، مجلة البحوث الادارية - اكاديمية السادات للعلوم الادارية - العدد الرابع اكتوبر ٢٠٠٦.
٦- رائد عبد الرحمن وهيبة، أثر التنويع على الاداء المالى لصناديق الاستثمار المصرية، رسالة ماجستير كلية التجارة - جامعة عين شمس، ٢٠٠٥.
٧- سيد الطيبي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر "دراسة نظرية وتطبيقية" ندوة

صناديق الاستثمار بجامعة الازهر، ١٩٩٧.

٨- عبد العاطي لاشين محمد منسي، بناء محفظة اسهم مثلى لصناديق الاستثمار المصرية، مجلة البحوث التجارية كلية التجارة - جامعة الزقازيق، المجلد الثالث والعشرون العدد الثاني يوليو ٢٠٠١.

٩- عمر عبد الفتاح محمد، تأثير تعاملات المستثمر المؤسسي على مدى كفاءة سوق الاوراق المالية، رسالة ماجستير كلية التجارة جامعة عين شمس ٢٠٠٠

١٠- محمد عيد مصطفى، محددات اداء صناديق الاستثمار المصرية ذات النهاية المفتوحة "دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة - جامعة عين شمس ٢٠٠٠ العدد الثاني.

١١-ممدوح عبد العليم سعد، نموذج احصائي لتقييم كفاءة الاداء في سوق الاوراق المالية، الدراسات والبحوث التجارية - كلية التجارة - بنها ، ٢٠٠٤

١٢-هشام حسن عواد المليجي، القياس المحاسبي للقيمة المعرفية للخطر صناديق الاستثمار المصرية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية - جامعة حلوان العدد الثالث والرابع ٢٠٠٢.

١٣-القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لهيئة سوق المال.

١٤-التقارير السنوية لبورصة الأوراق المالية - جمهورية مصر العربية.

١٥-الحسابات الختامية والإيضاحات المتممة لها من سنة ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٧.

١٦-مجموعة من مواقع الأنترنت خاصة بالبورصة المصرية وهيئة سوق المال والبنك المركزي المصري.

ثانياً: المراجع الاجنبية:

Books:

1- Charles P. Jones, Investment analysis and management, john Wiley & sons' ltd, 1998.

2- Douglas Hearth, Janis K. Zaima, Contemporary Investments security and portfolio Analysis, Pryden Pren, 2005.

3- Frank K. Reilly and Keith C. brown, investment analysis and portfolio management, Thomson, 2006.

4- Frederic S. mishkin and Stanley G. Eakins, financial markets and institution, Pearson Addison Wesley, 2006.

5- Louis Esch, Robert Kieffer and Thierry Lopez, Asset and Risk Management, John Wiley & sons, ltd, 2006

ملحق رقم (1)

بيانات مؤشر السوق لسعار وثائق الاستثمار الأسبوعية

لوثائق خلال الفترة من 2001 و حتى 2008

Date	Case 30 Index	Cairo	CIB Estethmar	Egypt fund LE	Egypt fund USD	Credit Agricole 2	EGB	BOA	Credit Agricole 1	Arab Realestate	Misr 1	Misr 2	AAIB (Ex-MIBank)	Misr Iran	Ahly 1	Ahly 2
04/01/2001	713,66	16,45		39,984		33,5828571	78,15	93,23	85,62		83,03	51,18	32,49	89,23	10,55	55,8
11/01/2001	723,74	16,355		39,7096		33,3942857	77,69	92,42	84,67		83,29	51,05	32,59	89,32	10,529	55,75
18/01/2001	703,29	16,15		39,1608		33,0214286	76,74	91,3	83,68		82,63	50,5	32,355	88,85	10,4072	55,32
25/01/2001	739,03	16,562		41,1208		33,87	78,61	93,46	85,76		83,52	51,1	32,815	90,42	10,5	55,75
01/02/2001	755,68	16,791		40,49212		34,3714286	79,62	94,81	87,13		84,47	51,7	33,175	91,44	10,658	56,45
08/02/2001	736,91	16,592		40,18124		33,9257143	78,6	93,67	85,94		83,47	51,06	32,835	91,3	10,5486	56,05
15/02/2001	706,05	16,215		39,09316		33,0814286	76,85	91,46	83,65		82,63	50,29	32,135	89,34	10,3358	55,23
22/02/2001	678,68	15,966		38,21081		32,5542857	75,69	90,13	82,31		81,65	49,46	31,57	88,07	10,18	54,5
01/03/2001	657,92	15,594		37,01852		31,6371429	73,91	87,96	80,15		80,82	49,18	31,005	86,32	10,03	53,6
08/03/2001	677,01	15,837		37,446255		32,1471429	75,03	89,63	81,53		81,52	49,65	31,205	87,22	10,08	53,9
15/03/2001	635,42	15,226		35,69643		30,84	72,16	85,95	78,14		80,23	48,78	30,435	84,89	9,788	52,64
22/03/2001	614,29	15,081		35,190925		30,4971429	71,43	85,18	77,3		79,85	48,3	30,18	83,86	9,6128	51,96
29/03/2001	597,72	14,738		33,713295		29,7471429	69,85	83,12	75,41		79,37	48	29,635	82,44	9,4104	51,19
05/04/2001	606,61	14,982		33,946605		30,1885714	71,02	84,27	76,62		80,15	48,36	29,89	83,87	9,56	51,95
12/04/2001	645,84	15,533		35,46312		31,2128571	73,69	87,13	79,25		81,75	49,54	30,305	85,99	9,736	52,55
19/04/2001	628,39	15,341		35,190925		30,73	72,8	85,98	78,07		81,03	49,34	29,46	84,82	9,6228	51,9
26/04/2001	636,86	15,664		35,61866		31,44	74,22	87,78	79,75		82,22	49,58	29,72	86,06	9,662	51,94
03/05/2001	629,62	15,918		36,046395		31,9628571	75,42	89,08	80,96		81,05	49,56	29,72	87,52	9,7582	52,15
10/05/2001	647,32	16,252		36,86298		32,6442857	77,02	90,89	82,68		81,62	50,18	30,29	89,12	9,886	52,48
17/05/2001	654,21	16,384		37,09829		32,9785714	77,68	91,58	83,35		81,49	50,59	30,79	90,14	10,0022	52,85
24/05/2001	662,59	16,402		37,25183		33,0814286	77,87	91,7	83,48		81,73	50,82	31,365	90,95	10,0606	53,09
31/05/2001	642,24	16,179		36,55785		32,5071429	76,81	90,34	82,71		81,5	50,68	31,01	90,25	10,005	52,84
07/06/2001	619,04	15,829		35,62545		31,7742857	75,1	88,38	80,36		79,93	49,71	30,22	88,65	9,7892	52,07
14/06/2001	618,39	15,999		35,8197		32,0742857	75,83	89,33	81,24		79,94	49,74	30,4	89,34	9,9	52,26
21/06/2001	608,45	15,843		35,31465		31,7442857	75,06	88,44	80,4		79,3	49,16	30,145	88,69	9,9	52
28/06/2001	593,29	15,66		34,8096		31,38	74,2	87,24	79,24		79,87	49,45	30,45	88,55	10,01	52,25
05/07/2001	615,02	16,01		36,299445		32,1214286	75,82	89,2	81		80,93	49,85	31,205	89,59	10,2	53
12/07/2001	610,25	15,839		35,032725		31,7614286	74,97	88,27	80,05		80,3	49,48	31,045	89,54	10,2068	53,03
19/07/2001	561,04	14,951		32,815965		29,8757143	70,76	83,19	75,38		78,72	48,47	30,055	86,68	9,8422	51,71
26/07/2001	564,19	15,118		33,132645		30,1971429	71,74	84,23	76,11		78,92	48,33	30,195	86,55	9,843	51,75
02/08/2001	538,21	14,785		30,8763		29,3785714	70,06	81,99	74,02		78,11	47,74	29,86	85,02	9,7594	51,53
09/08/2001	572,12	15,502		32,494		30,7971429	73,38	85,92	77,55		79,41	48,53	29,905	86,81	10,005	52,2
16/08/2001	578,18	15,587		32,648		30,9471429	73,77	86,35	77,91		79,78	48,81	30,145	86,9	10,065	52,45
23/08/2001	584,24	15,696		32,81		31,1314286	74,27	87,01	78,4		79,58	48,8	30,145	86,98	10,119	52,6
30/08/2001	620,58	16,161		33,640315		32,1214286	76,48	89,72	80,98		80,56	49,46	30,66	89,13	10,402	53,7

المصدر : البيانات المنشورة على الأنترنت من البورصة المصرية

ملحق رقم (2)

Microsoft Excel 12.0 Answer Report
Worksheet: [بحث صناديق الاستثمار.xlsx]Sheet4
Report Created: 4/13/2010 11:32:02 PM

Target Cell (Max)

Cell	Name	Original Value	Final Value
$N$78	Totals	0	8042521,562

Adjustable Cells

Cell	Name	Original Value	Final Value
$B$79	الخدمات المالية	0	6000000
$C$79	البنوك	0	6000000
$D$79	التشييد ومواد البناء	0	6000000
$E$79	السياحة والترفيه	0	0
$F$79	عقارات	0	6000000
$G$79	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	0	6000000
$H$79	منتجات منزلية وشخصية	0	0
$I$79	قطاع الأغذية والمشروبات	0	0
$J$79	الكيماويات	0	0
$K$79	موارد أساسية	0	0
$L$79	قطاع الأتصالات	0	4000000
$M$79	الرعاية الصحية والأدوية	0	6000000
$N$79	Totals	0	0

Constraints

Cell	Name	Cell Value	Formula	Status	Slack
$N$62	Totals	40000000	$N$62<=$P$62	Binding	0
$N$63	Totals	6000000	$N$63<=$P$63	Binding	0
$N$64	Totals	6000000	$N$64<=$P$64	Binding	0
$N$65	Totals	6000000	$N$65<=$P$65	Binding	0
$N$66	Totals	0	$N$66<=$P$66	Not Binding	6000000
$N$67	Totals	6000000	$N$67<=$P$67	Binding	0
$N$68	Totals	6000000	$N$68<=$P$68	Binding	0
$N$69	Totals	0	$N$69<=$P$69	Not Binding	6000000
$N$70	Totals	0	$N$70<=$P$70	Not Binding	6000000
$N$71	Totals	0	$N$71<=$P$71	Not Binding	6000000
$N$72	Totals	0	$N$72<=$P$72	Not Binding	6000000
$N$73	Totals	4000000	$N$73<=$P$73	Not Binding	2000000
$N$74	Totals	6000000	$N$74<=$P$74	Binding	0
$N$75	Totals	12000000	$N$75<=$P$75	Not Binding	8000000
$N$76	Totals	12000000	$N$76<=$P$76	Binding	0
$N$77	Totals	16000000	$N$77<=$P$77	Not Binding	64000000

ناتج تطبيق جدول السمبلكس بإستخدام الحاسب الآلي

	Sign	Totals	الرعاية الصحية والأدوية	قطاع الأتصالات	موارد أساسية	الكيماويات	قطاع الأغذية والمشروبات	منتجات منزلية وشخصية	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	عقارات	السياحة والترفيه	التشييد ومواد البناء	البنوك	الخدمات المالية
40000000	<=	40000000	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
6000000	<=	6000000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
6000000	<=	6000000	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
6000000	<=	6000000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
6000000	<=	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
6000000	<=	6000000	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
6000000	<=	6000000	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
6000000	<=	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
6000000	<=	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
6000000	<=	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
6000000	<=	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6000000	<=	4000000	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6000000	<=	6000000	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
20000000	<=	12000000	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
12000000	<=	12000000	0	0	1	0	0	0	0	1	1	1	0	0
80000000	<=	16000000	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1
	العوائد	8042522	0,326393	0,052793	0,054875	0,0435	0,03055	0,021357	0,341857	0,22629	0,181901	0,174521	0,130321	0,105844
	حجم الاستثمار في كل قطاع		6000000	4000000	0	0	0	0	6000000	6000000	0	6000000	6000000	6000000

المصدر : تم التطبيق عن طريق Problem Solver في برنامج الأكسل والنتائج بملحق رقم 2 40

تزايد أهمية الحوكمه للاصلاح كأثره للأزمه العالمية

أ.د/ مختار الشريف
أستاذ اقتصاد بمركز بحوث الصحراء
مستشار اتحاد جمعيات التنمية الاقتصادية

مقدمه :

تزايدت أهمية الحوكمه للاصلاح المالى والاقتصادى فى كافة هياكل الشركات والمؤسسات العاملة فى السوق , كنتيجة للأزمة المالية والاقتصادية سواء أثناء حدوث الأزمة أو عند اقتراب نهايتها .وهو ما لوحظ على أجندة مناقشات اجتماعات الدول الثمانية الكبرى وكذلك دول العشرين التى يطلق عليها مجازا دول مجلس إدارة الاقتصاد العالمى . وقد ظهر مصطلح الحوكمة أثناء الازمة التى عصفت بدول جنوب شرق أسيا فى نهاية القرن الماضى وساد الاعتقاد بأن الأخذ بقواعدها سيضمن الاستقرار فى الاسواق العالمية . الا أنه لم يؤخذ بتلك المبادىء والقواعد فى الدول التى طرحتها على العالم خاصة فى الولايات المتحدة الامريكية ودول اوروبا او لم تطبق القواعد الرقابية على اعمال الشركات والمؤسسات والبنوك بالقدر الذى يضمن الاستقرار للأسواق فظهرت المشتقات المالية بصور متنوعة وجديدة وتضخمت حتى اصبحت نظرا على النظم المالية والاقتصادية فى الاسواق التى نشأت فيها وانتقلت الى غيرها فى بلدان أخرى .

لذلك تجمع كل التوصيات على مختلف المستوزيات الدولية او الاقليمية اوالمحلية بقدرة الاخذ بمبادىء وقواعد الحوكمه فى الشركات والمؤسسات والبنوك بضمان الاستقرار والنمو الامن وكسب ثقة الاطراف المتعامله فى الاسواق .

الحوكمه وثبات الاصلاح :

حوكمة الشركات مصطلح جديد فى مصر تم تقديمه فى مركز المديرين المصرى زبالقاهرة الى الاسواق المالية المصرية . ويعرف دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات فى مصر مبادىء الحوكمه بأنها القواعد والنظم والاجراءات التى تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديرى الشركات . والمساهمين فيها واصحاب المصالح الاخرى المرتبطة بها ويدخل فى نظام التعريف مفاهيم كالافصاح واتفاقية والرقابة والمساءله وتعتمد تلك المفاهيم على مدى تقبل المجتمع لها والتعامل معها وتعتبر المراجعه الارضية المشتركة لتلك المفاهيم .

لجنة المراجعه :

تقوم لجنة المراجعه بدور المسئول عن الحماية والحفاظ على السلامة والمالية للمساهمين ويحدد دليل عمل لجان المراجعه الصادر عن مركز المدير المصرى بصفة محددة من قبل مجلس الادارة بمسئولياته الرقابية على الوجه التالى :

تتمثل الواجبات والمسئوليات الملقاه على عاتق لجان المراجعه فى مراقبة عملية ادارة المخاطر الرئيسية التى يمكن ان تؤثر على اعداد التقارير المالية للشركة ومراقبة علامة نظم الرقابة الداخلية بإعداد التقارير المالية والالتزام بالمعايير المحاسبية بالاضافه الى متابعة عمليات المراجعه الداخلية والخارجية .

ويجب الا يقل عدد اعضاء لجنة المراجعه عن ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين من اعضاء

مجلس والادارة ان هذا التشكيل قد يختلف بناءً على احتياجات الشركة وحجم المسئوليات المسندة الى اللجنة . ويفضل ان تكون اللجنة كلياً من أعضاء غير تنفيذيين والهدف من ذلك هو السماح للجنة المراجعه العمل بكفاءه وحرية وتحقيق مستوى مناسب فى التنوع فى الخبرات والمعرفه داخل اللجنة ويجب ان يكون الاعضاء لديهم معرفة بالامور المالية . واستقلال الاعضاء أهم عوامل تحقيق فاعلية اللجنة خاصة فى مجال التقييم واصدار الاحكام والقرارات الهامه .

ادوات لجان المراجعه :

الاول : مراقبة المخاطر المالية والرقابة الداخلية للشركة :

يجب على لجنة المراجعه مراقبة عملية ادارة المخاطر الرئيسية التى يمكن ان تؤثر على إعداد التقارير المالية للشركة ومراقبة سلامة نظام الرقابة الداخلية المتعلقة بإعداد التقارير المالية والألتزام بالمعايير المحاسبية بالإضافة إلى متابعة عمليات المراجعة الداخلية والخارجية . كذلك يجب على لجنة المراجعة التحقق من وجود نظام رقابة فعال وأن تتحقق من تطبيق نظام الرقابة الداخلية .

الثانى : القيام بمراجعة القوائم المالية المرحلة والسنوية قبل اصدارها :

من أهم مسئوليات لجنة المراجعة هو فهم مسئوليات وتعهدات الإدارة وتقييم مدى ملائمة إختيار الإدارة للمبادئ والسياسات المحاسبية الهامة ، وكذلك قرارات الإدارة والتقديرات المحاسبية المطبقة فى إعداد التقارير المالية ، وأيضا إستيعاب المكاتبات والمعلومات التى ترد من المراجعين الخارجيين بشأن المسئوليات السندة إليهم بموجب معايير المحاسبة والمراجعة المصرية ، والتشاور مع كل من الإدارة والمراجعين الخارجيين حول القوائم المالية وتقييم مدى إستيفاء القوائم المالية وأنه تم عرضها بحياديه ، وتقييم ما إذا كانت معايير الإفصاح قد تم إتباعها بوضوح وشفافية ، بجانب مراجعة النشرات الخاصة بالأرباح والقوائم المالية قبل الإصدار .

الثالث : مراقبة عمليات المراجعة الداخلية والخارجية :

يقوم كل من قسم المراجعة الداخلية والمراجع الخارجى بتنفيذ الخطة الشاملة لإجراء المراجعة للشركة ، ويجب على لجنة المراجعة التأكد من ان عمل كل منهما مكمل ومتمم لعمل الأخر فى إطار إشراف لجنة المراجعة ، كما يجب على لجنة المراجعة المشاركة فى تعيين قسم المراجعة الداخلية وتبعيته الإدارية والتنظيمية وكذلك فى إختيار وتقييم المراجع الخارجى .

مشاكل تطبيق المراجعة فى مصر :

١- وجود عدد كبير من الشركات المصرية العائلية (المغلقه) يؤدى الى صعوبه فصل الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين .

٢- عدد أعضاء مجلس الإداره صغير نسبيا .

٣- غالبية مستخدمى القوائم المالية لا يتفهمون بوضوح دور لجنة المراجعة .

٤- إنتشار مفاهيم الثقافة السرية أدى إلى سياده المناخ السرى مما أوجد عدم تقدير لدور الإفصاح والشفافية .

دور المراجعة الداخلية فى الحكومة :

يصعب تفعيل مبادئ الحكومه ما لم يتم تدعيم فعاليه واستقلاليه كا من لجان المراجعة وانشطة المراجعة الداخلية والخارجية .

فالمراجعة الداخلية هى نشاط منظم ، ومستقل ، وموضوعى يقوم بأعمـــال التــدقيق وتقــديم الأستشارات من خلال نظام قوى وفعال بهدف إضافة قيمه وتحسين فعاليه إجراءات كل من إدارة المخاطر والحوكمة . ولاطار الذى يعمل من خلاله هذا النشاط يتمثل فى مجموعه من المعـــايير المهنيه واخرى خاصه بالاداء وثالثه خاصه بأخلاقيات وسلوكيات المهنه وهى :

١- الرئيس التنفيذى للمراجعة الداخلية :

هو المسئول الأول عن أنشطة المراجعة الداخلية داخل المنظمة أو المؤسسة ،وقد اســتحدث السحب بعد عده سحبات مثل مدير او رئيس ادارة المراجعة .

٢- نشاط المراجعة الداخلية :

يتمثل فى الادارة أو القسم أو فريق العمل الذى يقوم بتقــديم الخــدمات الخاصـــة بأعمـــال المراجعة والأستشارات بإستقلاليه وموضوعيه .

٣- استقلالية أنشطة المراجعه الداخلية :

وضع أنشطة المراجعة الداخلية بحيث يتبع الرئيس التنفيذى للمراجعه الداخلية مستوى إدارى فى الهيكل التنظيمى للمؤسسه يسمح له بأداء وأنجاز مسئولياته .

٤- اداره المخاطر :

اجراءات تجديد وتقييم واداه الاحداث التى قد تؤثر على تحقيق المؤسسة لاهدافها ، ووضـــع نظم الرقابة اللازمة للحصول على تأكيد معقول لتحقيق المؤسسة لأهدافها .

٥- القيمة المضافة :

الفائده التى تعم على المنظمة وعلى كل المتعاملين معها والمستفيدين منهـــا خـــلال أعمـــال المراجعه وتقديم الاستشارات والنصائح وتوصيل النتائج للأداره والمسئولين عن التشغيل .

دور وأهمية المراجعة الداخلية :

١- وضع المبادئ الأساسية لممارسات المراجعه الداخلية والأطار العام لاداء أنشطتها .

٢- وضع الأسس التى يمكن أستخدامها لقياس أداء المراجعه الداخليـــة ، وكـــذلك وضـــع الأسس التى يمكن من خلالها تقييم أداء المراجعين الداخليين .

المعايير المهنية للمراجعة الداخلية والعاملين بها:

تختص بتوضيح خصائص مهنه المراجعة والعاملين بها وتوضـــيح الـــرغض والـــسلطات والمسرليات لانشطة المراجعه الداخلية فيجب أن تدون رسمياً فى لائحة المراجعة الداخلية التـــى يتم إعتمادها من أعلى سلطة فى المنظمة. وتوضح الأســتقلالية لانـــشطة المراجعـــه الداخليـــة والموضوعية لاداء ورأى المراجعيين الداخليين وتحديد قبول الادارة العليا لمستوى مخاطر أعلى من المستوى الذى تتحمله المنظمه.

العايير : وهى الثقافة الاخلاقية والقواعد وتشمل:

الثقافة الاخلاقية : الامانه – النزاهه – السرية الكفاية المهنية.

القواعد:

- أداء العمل بصدق وأمانه واجهتها وتحمل المسؤلية.
- الالتزام والاقدام على أهداف المنظمة.
- تجنب الانشطة والعلاقات التى تؤدى للتعارض مع مصلحة المنظمة.

- المحافظه على سرية المعلومات و عدم استخدامها فى تحقيق مصالح شخصية.
- أداء الاعمال والخدمات طبقاً لمعايير المراجعه الداخلية.
- التحسين المستمر للكفاية المهنية وجودة الاداء.

مدى تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة فى مصر:

تأخرت مصر كثيراً عن العالم فى التطبيق الرسمى للمعايير الدولية فى المحاسبة وكانت تطبيق بما يعرف بمعايير المحاسبة المتعارف عليها حتى صدر النظام المحاسبى الموحد ٢٧ ١٩٦٧ إلا أنه كان موجها للمحاسبة الحكومية أكثر منه للمحاسبة وفى منتصف الثمانينات وبعد تدفق الاستشارات العربية والاجنبية ووجود التعاون رقم ٩٥ لسنه ١٩٩٢ الذى ينص فيه على ضرورة إتباع الشركات الخاضعة له للمعايير المحاسبة الدولية عند اعداد قوائمها المالية.

وفى عام ٢٠٠١ تبنى الاتحاد الدولى للمحاسبين مشروع تطوير معايير المحاسبة الدولية من أجل مصالح العامة من مستخدمى القوائم المالية وذلك عن طريق إعداد معايير محاسبة عالمية ذات جودة عالية تؤدى إلى المزيد من الشفافية وتقديم معلومات قابلة للمقارنة . وكانت الدوافع الاساسية لهذا المشروع:

١- العولمة وانفتاح الاسواق العالمية.
٢- قرار الاتحاد الاوروبى باستخدام معايير المحاسبة الدولية فى جميع دول الاتحاد.
٣- الرغبة فى عمل تقارب بين المعايير لاريكية والمعايير الدولية.

وقد ظهرت نتائج هذا المشروع بصدور مجموعة من المعايير الدولية فى عام ٢٠٠٤ التى تحتوى على كثير شامل فى المعايير وتم إصدار معايير جديدة تحت إسم المعايير الدولية لاعداد التقارير المالية.

وبناء علية تم إصدار نفس مجموعة على الشركات لتى يراجعها الجهاز المركزى للمحاسبات فيما عدا معيارى البنوك والتأمين وتوجد أربعة أختلافات أساسية ظهرت نتيجه للقاونين واللوائح المصرية وهى:

- معيار المحاسبة المصرية رقم ١ عرض القوائم المالية.
- معيار المحاسبة المصرية رقم ١٠ الاصول الثابتة واهلاكها.
- معيار المحاسبة المصرية رقم ١٩ الافصاح بالقوائم المالية للبنوك والمؤسسات المالية المشابهه.
- معيار المحاسبة المصرية رقم ٢٠ القواعد والمعايير المحاسبية المتعلقة بعمليات التأجير التمويلى.

الحكومة والرقابة فى مصر:

عند طرح مفهوم الحكومة فى مصر ظهرت الحاجه إلى لمكانية وكيفية قياسة والاستفادة من تجارب الأخرين فى نلك. وقد إتسع هذا المفهوم يقترب مع المفاهيم البيئية والمسئولية الاجتماعية لتكوين قواعد من العينة للشركات والمؤسسات العمل بها تعمق وجودها فى السوق العائد الذى تسعى إلية وبالتالى الاستقرار والقواعد المؤوية للنمو المتسارع والمؤكد على المدى المتوسط والطويل:

قياس مؤشر الثقافة:

يوجد عوامل يمكن قياسها بموضوعية لتكون بمثابة أولة يمكن أن تشيد الى حوكمة أفضل

للشركات بالنسبة للعلاقات مع أصحاب المصلحة من المساهمين واطـراف التفاعـل الاخـريين والعامل الاول للقياس ه مدى إفصاح الشركة فيما يخص النواحى البيئية والاجتماعيـة وحوكمـة الشركات والعامل الثانى هو معرفة الالتزام العام للشركة فيما يخص تلك النـواحى والاعتـراف بهذه المعايير . وهذه العوامل يتم النظر إليها وتقيمها على نحو موضـوعى بتحديـدها وتحويـل البيانات من الشكل النوعى الى الشكل الكمى:

ويتم ذلك بداية من الافصاح والشفافية من خلال التقارير السنوية الـى تحليـل المعلومـات المجمعة من وسائل الاعلام والمجتمع المدنى والصادر الحكومة وايضا الاتصال المباشر بإجراء الدراسات الاستقصائية.

ويعتبر قياس الأفصاح والشفافية أكثر الطرق العملية والمفيدة فى تقيـيم العوامـل النوعيـة والمعلومات المتباينة . حيث أنه لكل شركة تقرير مستوى وإجراءات خاصة بها فى تقديم التقارير ، كما أنه يؤدى إلى زيادة الضغط على الشركات لعرض أكبر قدر من المعلومات ، وعادة ما يتم القياس من خلال مجموعة من الأسئلة عن حوكمة الشركات فيما يتعلق بحقوق المساهمين وعملية مراجعة الحسابات والمؤشرات المالية والتشغيلية ومجلس الإدارة والمـديرين وهيكـل الملكيـة وأخلاقيات الاعمال التجارية والمنتجات والنواحى البيئية والإجتماعية ، ويعتمد كل ذلـك علـى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة وحسب تأثير القطاع على باقى القطاعات سـواء كـان التـأثير منخفضاً أو مرتفعاً .

ويأتى التحليل النوعى من حساب نتائج الافصاح والشفافية ، ويتم تجميـع المعلومـات مـن وسائل الأعلام والمنظمات غير الحكومية ومصادر مستقلة للمعلومات من الوكـالات التنظيميـة ومصادر خاصة بالشركة مثل المواقع الإلكترونية والـسجلات التنظيميـة وتقـارير المـسئولية الإجتماعية للشركات ، ويتم أستخدام تلك المعلومات لتعديل نتائج الأفصاح والـشفافية للحـصول على النتيجة النهائية .

نماذج للمساعدة فى إعداد المؤشر :

للحصول على مؤشر أكثر شمولية يتم الأستعانة ببعض المبادرات والمشروعات مثل :

١- مبادئ الاستثمار المسئول :

وهى مبادرة تقودها الأمم المتحدة وبدأت عام ٢٠٠٦ لتشجيع المستثمرين فى المؤسسات على تنشيط وتفعيل القضايا البيئية والإجتماعية وحوكمة الشركات فى عملية الاستثمار.

٢- مشروع الأفصاح عن الكربون :

وهى تضم منظمات ومؤسسات ذات ثقل فى رأسمالية السوق من أجل توفير الأفصاح عـن المعلومات المتعلقة بالأستثمار فيما يخص المخاطر والفرص التى تواجها نتيجة لتغير المناخ .

٣- مبادرة تعزيز التحليلات :

وهى تعاون دولى بين مالكى الاصول والمديرين بهدف تشجيع الإستثمار فى البحث المتعلـق بتأثير العوامل البيئية والإجتماعية وحوكمة الشركات وغيرها من العوامل غيـر الماليـة علـى الاستثمار طويل الآجل .

٤- ميثاق الأمم المتحدة :

وهو دليل تطوعى لقواعد سلوك الشركات ، تحت رعاية الأمم المتحدة ، والتى قامت بتحديد

عشرة مبادئ متعلقة بحقوق الأنسان والبيئة ومكافحة الفساد .

الوضع فى القطاع المالى غير المصرفى :

إستمراراً لتعميق مبادئ الحوكمة والرقابة الفعالة واستحداث مزيد من الهياكل للعمل على إستقرار الأسواق وضمان سلامة التعاملات ثم إنشاء هيئة الرقابة المالية غير المصرفية ، ويدخل تحت مظلتها أنشطة التأمين وأسواق المال والتمويل العقارى .

وقد أعلنت هيئة الرقابة المالية غير المصرفية عن أستراتيجية جديدة لتنظيم عملها من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٠ تتضمن تعديلات واسعة فى الاطار الرقابى لجميع الأنشطة المندرجة تحت مظلتها وضمنت تلك التعديلات على أنها ركائز كالآتى :

١- إنشاء هيكل تنظيمى جديد للهيئة .
٢- توظيف وتدريب جيل جديد من المراقبين .
٣- تصحيح القواعد والإجراءات بما يضمن رفع كفاءتها .
٤- دعم الالتزام بمتطلبات الأفصاح والحوكمة فى الشركات التى تراقبها .

وترجع أهمية هذه الأستراتيجية إلى أعتمادها على مختلف الجهات ذات الصلة بها وادخلت فى الاعتبار برنامج الحكومة ، بجانب أنها رصدت ما وصفته الاسواق الثلاث فى الوقت الحالى وعلى رأسها :

١- نقص المعلومات .
٢- غياب الرقابة عن بعض الاسواق التمويلية .
٣- إنتشار ثقافة الجز المعزولة فى الرقابة .
٤- نقص الكوادر وعدم توافر المعلومات .

واوضحت الهيئة أن الرسالة الأساسية هى الرقابة والأشراف على الاسواق المالية الغير المصرفية بهدف الحفاظ على سلامتها واستقرارها وكفاءتها وحماية المتعاملين فيها والعمل على تنميتها بما يؤدى إلى سهولة الحصول على تمويل ، أما توسيع السوق فيأتى فى مرحلة لاحقة .

ومن وحى تطورات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التى يرجعها البعض لاندلاعها وتفاقمها إلى الجهات الرقابية فى الولايات المتحدة وأوربا فإن الهيئة تستهدف إنشاء نظام رقابى رشيد قادر على التنبؤ بالأزمات ، وأنها تعمل وتطور من نفسها لتصبح الكيان الرقابى الأفضل أقليمياً لدعم وضع يعد التنافس فى الاسواق التى تدخل فى مجال مراقبتها وذلك يقوم على معيار اساسى هو حجم ما تحدثة من اثر رقابى يتضح فى حماية السوق من اى انهيارات . وان المعيار الاساسى والاصح ليس بالضرورة هو فى زيادة عدد الشركات ولكن توافقها مع الشروط والقواعد الموضوعه هو الاهم لكى تعمل بشكل سليم وفقا للقانون والمبادئ.

الوضع فى البنوك:

وبصفة عامة يثير الاسلوب الذى من خلاله يدير مجلس الادارة وفريق الادارة العليا أعمال البنك. وهى بذلك يمكن ان تكون بمثابة حافز للحكومة سواء بشكل مباشر عن طريق اعتبار التقييم الكلى لنظام الحكومة ضمن عناصر التصنيف الاخرى او ادراج فاعلية نظام الحومة تحت بند مستقل بالتقرير، وتسهل هذه المؤشرات للمستثمرين عمل تقييم لمدى فاعلية الحوكمة فى المؤسسة اى ان الحومة والرقابة تساهم فى:

١- تحسين الكفاءة التشغيلية و المالية.
٢- توفير فؤص لجذب مصادر تمويل خارجي.
٣- تخفيض تكلفة رأس المال.
٤- تحسين سمعة البنك ودعم الثقة.
٥- توفير فرص الحصول على صفقات أعمال دولية.

ويشمل مفهوم أصحاب المصالح فى البنوك العديد من الفئات مثل المودعين والمقترضين والموظفين والمساهمين، ووكالات التقييم والجهات الاشرافية والرقابية وبموجب مبادئ الحوكمة تقوم البنوك بتعميم قواعد القيم المؤسسية وميثاق سلوكيات العمل. ووضع الاجراءات والنظم التى من شأنها التأكد فى الالتزام بها. يحدد مجلس الادارة وفريق الادارة العليا مع بعضها البعض على فترات محددة لتبادل المعلومات فى الوقت المناسب حول سلامة الاوضاع المالية للبنك و المحاسبات الادارية.

وقد لفتت لجنة بازل للاشراف المعرفى الانتباه الى ضرورة دراسة وفهم وتحسين الحكومة فى الكيانات المصرفية (تحسين المحكومة المصرفية للمؤسسات فبراير ٢٠٠٦) والغرض من هذا التوجيه هو المساعدة على ضمان اعتماد الممارسات السليمة للحكومة والغرض من هذا التوجيه هو المساعدة على ضمان اعتماد الممارسات السليمة للحكومة فى المؤسسات المصرفية فى جميع انحاء العالم ويبرر هذا التقرير أهمية الامور التالية:

١- دور مجلس الادارة والادارة العليا (مع التركيز على الدور المنوط للاعفاء المستقبلى).
٢- الادارة الفعالة لتجنب تضارب المصالح .
٣- دور المراجعين الداخليين والخارجين وكذلك جهات الرقابة الداخلية الاخرى.
٤- الادارة على نحو يتسم بالثقافة لاسيما عندما يعمل البنك فى مناطق جغرافية او من خلال كيانات قد تفوق الثقافة.
٥- دور الجهات الرقابية والاشرافية فى تقييم وتوفير الممارسات السليمة للحكومة .

ويؤخذ فى الاعتبار حجم البنك وهيكلة واطار المخاطر وتنطبق بغض النظر عما اذا كانت الدولة قد بدأت بالفعل تطبيق مقررات بازل، وكما نوه رئيس لجنة بازل (تمثل الحوكمة عنصرا هاما لضمان صحة وسلامة واستقرار النظام).

وتنظر لجنة بازل الى هذا التقرير انه سيساعد على تعزيز ادارة المخاطر بطريق اكثر فعالية وشفافية ويوفر قدر اكبر من الشفافية عن المؤسسات المصرفية.

مبادئ الحكومة والمراجعة فى البنوك:

وضعت لجنة بازل مبادئ تساعد على بناء نظام فعال للحكومة كالتالى:

١- اعفاء مجلس الادارة مؤهلى لمراكزهم ويمونوا على دراية بالحكومة والقدرة على ادارة العمل بالبنك . ويكون اعفاء مجلس الادارة مسئولين بشكل تام عن اداء البنك وسلامة موقفة المالى: وتكون فاعليتهم اكثر تأثيرا لدعم الحكومة عندما يمارسوا مسئولياتهم وخصوصا عندما يكونوا على دراية بدورهم فى الاشراف ودعم سلامة البنك والاحاطة الملائمة بالبيئة التشريعية والتأكد من ان البنك يحتفظ بعلاقة جيدة مع الجهات الرقابية والاشرافية.

٢- يوافق ويراقب مجلس الادارة الاهداف الاستراتيجية للبنك وقيم ومعايير العمل، اخذا

في الاعتبار مصالح حملة الاسهم والمودعين وان تكون هذه القيم سارية فى البنـــك ، ويجـــب ان يتأكد مجلس الادارة ان الادارة التنفيذية تطبق السياسات الاستراتيجية للبنـــك وتمنـــع الانـــشطة والعلاقت والمواقف التى تضعف الحوكمة .

٣- توضع حدود واضحة للمسئوليات والمحاسبة فى البنك لمجلس الادارة وزالادارة العليا والمديرين والعاملين وان يوضع هيكل اداري يشجع على المحاسبة ويحدد المسئوليات. كما يكون دور الادارة العليا تفويض السلطات الى الموظفين وتعزيز المساءلة ، فضلا عن كونهم مسئولين امام المجلس عن نتائج اعمال البنك.

٤- يتأكد مجلس الادارة من وجود مبادئ ومفاهيم للادارة التنفيذية تتوافـــق مـــع سياســـة المجلس وان يمتلك المسئولين بالبنك المهارات الضرورية لادارة اعمال البنك وان تـــتم انـــشطة البنك وفقا للسياسات والنظم التى وضعها نجلس الادارة كنظام فعال للرقابة الداخلية.

٥- ان يستفيد مجلس الادارة والادارة العليا من العمل الذى يقوم بـــه المراجـــع الـــداخلى ومراجعتيى الحسابات الخارجيين وجهات الرقابة الداخلية وان يقر مجلس الادارة باستغلالها.

٦- يتأكد مجلس الاداة ان سياسات الاجور والمكافـــأت تتناســـب مـــع ثقافـــة واهـــداف واستراتيجية البنك فى الاجل الطويل وربط الحوافز والمكافأت بها وعدم اتخاذ اجراءات تتعارض معها.

٧- يكون البنك محكوم بالشفافية، وهي تكن ضرورية للحوكمة الفعالة والسليمة فمن الصعب للمساهمين وأصحاب المصالح والمشاركين الآخرين في السوق في ظل نقص الشفافية وأن يـــتم الافصاح في التقارير السنوية والدورية وغيرها.

٨- يتفهم أعضاء مجلس الادارة والادارة العليا هيكل عمليات البنك والبيئة التشريعية حتى لا يتعرض لمخاطر قانونية بشكل غير مباشر عندما يقوم بخدمات نيابة عن عملائه تتسم بممارسات لأنشطة غير شرعية مما يعرض سمعة البنك للخطر.

وأصبح من المفاهيم المستقرة الآن خاصة بعد الأزمـــة الماليـــة والاقتـــصادية العالميـــة أن الاشراف المصرفي ونوعية الادارة تلعب دوراً هاماً في نظام الحوكمة ويجب أن يتميـــز نظـــام الحوكمة بالشفافية والاستمرارية لتدعيم سلامة وأمن العمل المصرفي من جهة والمرونة المطلوبة لمواجهة المنافسة من ناحية أخرى، <u>وتوجد مجموعة من الاعتبارات لتبني نظام حوكمة فعال في البنوك:</u>

١- على البنوك أن تطبق على الأقل القدر اليسير من مباديء الحوكمة وبعد ذلـــك فانهـــا ينبغي أن يطلب منها السعي قدماً نحو تطبيق المعايير الدولية ضمن إطار زمني محدد.

٢- تتخذ إدارات البنوك خطوات ملائمة نحو التوصل الى ترتيبات جديدة للأجور تعكـــس الأداء.

٣- ينبغي للبنوك أن يكون لها قواعد صارمة تحظر أوتحد من الاقراض لأعضاء مجلـــس الادارة والأطراف المرتبطة بهم.

٤- يتعين ادخال نظام شامل لادارة المخاطر ضمن اطار زمني واضح.

٥- أن توفر للبنوك مزيد من الشفافية والافصاح من أجل التمكن من التحول الـــى تطبيـــق أفضل الممارسات.

موجز وتوصيات:

لوحظ أن الأزمة المالية والاقتصادية كانت شديدة التأثير على اقتصاديات دول العالم متقدمة ونامية وانخفضت معدلات النمو بها بنسب محسوسة وتحاول الدول المتقدمة وضع قواعد للحوكمة والرقابة على المستوى الدولي لمحاولة مواجهة الآثار الناتجة عنها وتفادي حدوث أمثالها. وهذا واضح في الاجتماعات التي عقدتها دول المجموعة الثمانية الصناعية الكبرى، وكذلك مجموعة الدول العشرين التي انتقلت اليها القيادة الاقتصادية للعالم جاء على شاكلتها في الاجتماعات المتتالية والمتعاقبة مثل دول الاتحاد الأوروبي التي ناقشت في مارس ٢٠١٠ وضع آلية لمواجهة وادارة الأزمات الاقتصادية بعمل:

١- انشاء مؤسسة متخصصة للتعامل مع تلك المواقف.

٢- مناقشة النقاط التي تحظر التدخل للقيام بأعمال تدخل في صميم أعمال الحكومات المركزية للدول الأعضاء.

٣- ليست هناك للآن أن اجراءات عقابية واضحة بحق الدول التي لاتلتزم بالقيود المتضمنة لهذه الاتفاقيات.

وفي مصر التأكيد والإمداد على استمرار وتواصل عمليات الاصلاح بكافة صوره ودرجاته ونواحيه ونشر وتعميق الحوكمة في حياتنا لأن ذلك هو ضمان لمواجهة المشاكل والصعوبات والأزمات، وكذلك للحفاظ على حيوية السوق والمجتمع لأن عمليات الاصلاح ليست مرهونة بوقت وأوضاع معينة ولكنها لمواجهة مشاكل ومخاطر متجددة، ولاستكمال منظومة الاصلاح المالي والاقتصادي فانه مطلوب سرعة اصدار القوانين الآتية:

١- قانون الافلاس (الخروج الآمن من السوق)

٢- قانون الشركات الموحد

٣- قانون تنظيم تداول المعلومات.

دراسة بعنوان

تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي

إعداد

د.عادل رجب الزنداح
عضو هيئة تدريس بكلية الاقتصاد/ جامعة الفاتح

أ. أسامة ابراهيم الأزرق
عضو هيئة تدريس بكلية الاقتصاد/ جامعة الفاتح

مقدمة :

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً وفعالاً في تحقيق التنمية الاقتصادية في أي اقتصاد وطني وذلك من خلال قدرتها على تجميع مدخرات الأفراد والشركات وتقديمها إلى الراغبين في إنشاء مشروعات اقتصادية جديدة أو توسيع حجم نشاط مشروعات قائمة. ولتحقيق ذلك يجب أن تعكس هذه الأسواق أسعار التوازن للأسهم، والتي تجعل العائد على الأسهم يتناسب مع درجة المخاطرة المرتبطة بها، وهذا يتوقف على مدى توفر المعلومات وتماثلها لجميع المستثمرين في سوق الأوراق المالية، ومدى فهم واستيعاب المستثمرين للمعلومات التي يوفرها سوق الأوراق المالية.

ويلعب الإفصاح المحاسبي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة والعائد الذي تحققه الأسهم. فالإفصاح المحاسبي يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم الأمر الذي يؤدي إلى كبر حجم سوق الأوراق المالية متمثلاً في زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء والبيع، وكذلك في زيادة حجم التعامل لهذه الأسهم (الدهراوي، ١٩٩٤)..

ونظراً لأهمية الإفصاح المحاسبي فإن هناك إجماع عام في المحاسبة على ضرورة وجود إفصاح كاف في البيانات المالية, ويتطلب الإفصاح المحاسبي الكافي أن يتم تصميم وأعداد التقارير المالية بحيث تصور باعتدال الإحداث الاقتصادية التي حدثت بالشركة خلال فترة النشاط، وان تحتوى هذه القوائم والتقارير المالية على بيانات ومعلومات كافية تجعلها مفيدة للمستثمر العادي أو المستفيدين من القوائم والتقارير بصورة عامة (سجيني ,١٩٩٧). غير أن مدى أهمية العنصر الذي يتم الإفصاح عنه ومدى كفاية الإفصاح الخاص به يكتنفه نوع من الصعوبة، وكذلك الأمر فيما يتعلق بقرير مادية المعلومة، أو فيما يتعلق بتكاليف الإفصاح عنها، حيث أن المحاسبين يمكن أن يقوموا بتزويد مستخدمي البيانات المالية بالكثير من المعلومات، ولكن في بعض الأحيان قد تكون هذه المعلومات غير ضرورية أو غير مناسبة، وقد تكون تكاليفها أعلى من المنافع المحققة منها. كما أن الشركات تشكو من أن المعايير المحاسبية

والمتطلبات القانونية ومتطلبات الأسواق المالية الخاصة بالإفصاح مبالغ فيها، وان الكثير من المتطلبات غير مناسبة وغير ضرورية. لذلك فإن الاهتمام بعملية الإفصاح من حيث كفاية المعلومات وأهميتها وملاءمتها أمر في غاية الأهمية لخدمة المساهمين والمستثمرين وغيرهم من الفئات المهتمة بالبيانات المالية، باعتبار أن هذه الفئات تسعى للحصول على المعلومات المناسبة لاتخاذ القرارات، ويجب أن تكون هذه المعلومات ذات مصداقية، أي يمكن الاعتماد عليها في قرارات الاستثمار القرارات الأخرى (ابونصار، والذنيبات ٢٠٠٥).

مشكلة الدراسة:

يعتبر سوق الأوراق المالية القناة الرئيسية التي يمكن من خلالها توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة وبما يخدم الاقتصاد الوطني، إضافة إلى كذلك دور الذي يمكن أن يلعبه في إتمام عمليات الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية. ومن هذا المنطلق أوكلت اللجنة الشعبية العامة مهمة إنشاء سوق الأوراق المالية الليبي إلى أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة بموجب القرار رقم (١٠٥) لسنة ٢٠٠٥ باتخاذ كافة الترتيبات اللازمة للإشراف على إقامته، وتفعيل دوره وتنميته بالشكل الطبيعي، بما يساهم في تسهيل عملية تمويل الاستثمار والتسريع بعملية نقل الملكية (www.lsm.ly). وقد توجت هذه الجهود بصدور القرار رقم (١٣٤) المؤرخ في ٢٠٠٦/٠٦/٠٣ بإنشاء سوق الأوراق المالية برأس مال قدره ٢٠ مليون دينار ليبي. وقد تم الاستعانة بتجربة الأسواق العربية وعلى وجه الخصوص مصر والأردن في تدريب العاملين وإعداد اللوائح والضوابط اللازمة لعمل السوق.

وبناءاً على ذلك تم إصدار لائحة الإدارج ومتابعة الإفصاح والتي تعد خطوة هامة وجيدة من قبل سوق الأوراق المالية الليبي لضمان إصدار بيانات تعكس جوهر الوضع الاقتصادي ونتائج أعمال الشركات، وتقدم معلومات ذات فائدة للفئات المهتمة بالبيانات المالية. وبالإطلاع على بنود لائحة الإدارج ومتابعة الإفصاح الصادرة عن السوق الليبي ومقارنتها بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن الأسواق المالية، وعلى وجه الخصوص الأسواق العربية، اتضح للباحثين أن هناك قصور في لائحة الصادرة عن السوق الأوراق المالية الليبي فيما يتعلق بالإفصاح.

وعليه فان مشكلة الدراسة تبرز في الإجابة علي التساؤل الأتي:

- كيف يمكن تطوير لائحة سوق الأوراق المالية الليبي المتعلقة بالإفصاح بما يتلاءم مع احتياجات الفئات المختلفة من المعلومات المالية ؟

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة من الأهمية التي تحتلها أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد العالمي عموماً، وللاقتصاد المحلي خصوصاً، حيث تعتبر مؤشراً دقيقاً وحساساً لسلامة الاقتصاد الوطني. كما أنه لا يمكن للأسواق المالية أن تنمو وتزدهر إلا من خلال تنمية الثقة لدى المستثمرين بما تقدمه من بيانات ومعلومات ملائمة لقراراتهم، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود الإفصاح المحاسبي، الذي يحقق مستوى عالي من الثقة بين المتعاملين، حيث تقوم الجهات المشرفة على الأسواق المالية بإصدار التعليمات الواجب إتباعها، ومراقبة التقارير والبيانات المالية للشركات

المتعاملة في السوق، والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة لضمان توفير معلومات صحيحة لمتخذي القرارات.

وقد جرت العادة في الدول المتقدمة أن تقوم الجهات المشرفة على تنظيم الأسواق المالية أو الجهات التي تقوم بإعداد معايير المحاسبة والمراجعة بإعداد مقترحات عن أي تعليمات أو معايير، والطلب من المهتمين التعليق على هذه التعليمات أو المعايير من أجل توسيع دائرة المشاركة في صياغة التعليمات التي تلبي احتياجات مختلف الفئات فيما يتعلق بالبيانات المالية، ثم تقوم بإصدار التعليمات أو المعايير بشكلها النهائي (Byington & Sutton, 1991). ونظراً لحداثة سوق الأوراق المالية الليبي، وحرص القائمين عليه بضرورة إصدار لوائح تنظم إدراج الشركات والبيانات الواجب الإفصاح عنها، فقد قام سوق الأوراق المالية بإصدار اللائحة دون اخذ وجهات نظر الفئات المهتمة بالبيانات المالية، الأمر الذي نعتقد أن هذه اللائحة إذا ما تم إضافة بعض البنود إليها سوف تحسن من مستوى الإفصاح في تقارير الشركات المدرجة بسوق الأورق المالية الليبي.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحسين مستوى الإفصاح في التقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي، وذلك من خلال التعرف على أراء الفئات المهتمة بالتقارير والمعلومات المالية (مستثمرين، ومعدي التقارير المالية، ومراجعي الحسابات، وأكاديميين) حول مدى أهمية البنود المقترح إضافتها إلى لائحة الإدارج ومتابعة الإفصاح.(ويرفق الباحثين نموذج للبنود المقترحة في الملحق رقم (١) المرفق بالدراسة).

محددات الدراسة:

يمكن تقسيم لائحة الإدارج والإفصاح الصادرة عن سوق الأوراق المالية الليبي بصفة عامة إلي قسمين: الأول يتعلق بشروط إدراج الشركات سواء كانت محلية أو أجنبية، ونقل الأوراق المالية بين جداول السوق، وشطب الأوراق المالية. أما القسم الثاني من اللائحة فانه يتعلق بإفصاح الشركات التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية.

وتركز هذه الدراسة فقط على متطلبات الإفصاح للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي حسب اللائحة الصادرة، ولا تتطرق الدراسة إلى متطلبات الإدراج.

فرضيات الدراسة:

بعد دراسة متطلبات الإفصاح الصادرة عن الأسواق المالية لبعض الدول العربية ومقارنتها بما صدر عن سوق الأوراق المالية الليبي، وفي ضوء مشكلة الدراسة، وأهميتها، وأهدافها فان هذه الدراسة سوف تختبر الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

لا يرى **المستثمرين** أن البنود المقترحة سوف تؤدي إلى تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي.

الفرضية الثانية:

لا يرى **معدي التقارير المالية** أن البنود المقترحة سوف تؤدي إلى تحسين متطلبات الإفصاح

في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي.

الفرضية الثالثة:

لا يرى **مراجعي الحسابات** أن البنود المقترحة سوف تؤدي إلى تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي.

الفرضية الرابعة:

لا يرى **الأكاديميين** أن البنود المقترحة سوف تؤدي إلى تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي.

الدراسات السابقة:

يحظى موضوع الإفصاح في التقارير المالية باهتمام واسع من قبل المنظمات المهنية والجهات المسئولة عن الأسواق المالية والباحثين. وتعتبر دراسة (Cerf,1961) من أوائل الدراسات التي اهتمت بالإفصاح في التقارير المالية السنوية للشركات، حيث قام بإعداد قائمة تضمنت (٣١) بنداً يتوقع الإفصاح عنها في التقارير المالية للشركات، وذلك من أجل قياس درجة الإفصاح في التقارير المالية وعلاقتها بخصائص الشركة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين درجة الإفصاح وكل من حجم الشركة وعدد المساهمين وربحية الشركة وكون الشركة مدرجة في سوق الأوراق المالية.

وقد استخدم العديد من الباحثين منهج Cerf في قياس درجة الإفصاح واستقصاء آراء المهتمين بالتقارير المالية حول أهمية البنود المفصح عنها ، كذلك قياس مدى التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن الأسواق المالية. ونظراً لكثرة الدراسات السابقة المهتمة بموضوع الإفصاح على المستوى العالمي والعربي، وخدمة لأهداف الدراسة فإنه سيتم التركيز على الدراسات التي تمت في البيئة العربية. ومن هذه الدراسات الأتي:

دراسة (زيود، وقيطيم، ومكية. ٢٠٠٧) بعنوان "دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار"

هدفت الدراسة إلى إبراز دور المحاسبة بمختلف فروعها كنظام لإنتاج المعلومات ذات المنفعة النسبية من خلال توصيل المعلومات المالية الهامة لشرائح مختلفة وواسعة من المجتمع – سواء اتفقت مصالحهم أم تعارضت – مترجمة بشكل قوائم وتقارير مالية تعكس ما وقع في المنشآت الاقتصادية من أحداث متتالية مما له بالغ الأثر في اتخاذ القرارات الاقتصادية والاستثمارية. وانطلاقاً من أهمية القوائم المالية كمخرجات للنظام المحاسبي القائم في المنشأة يتوجب إعداد هذه القوائم على أسس تتفق مع متطلبات الإفصاح عن الأمور الغامضة ذات التأثير النسبي الهام في عملية اتخاذ القرار إذ أن أي تضليل في المعلومات المتضمنة في هذه القوائم من شأنه أن يفقدها أهميتها وبالتالي التأثير على قرار الاستثمار الذي يعتبر من القرارات الهامة والخطيرة مما يستلزم توافر معلومات على درجة كبيرة من الدقة والموضوعية . وبينت نتائج الدراسة إن زيادة الإفصاح في التقارير المالية يؤدي إلى زيادة فاعليتها في ترشيد القرارات، كما بينت نتائج الدراسة أيضا أن تعدد التقارير وقصر دورتها خلال السنة المالية

واحتوائها على معلومات أكثر واقعية تصبح بالتالي أكثر ملاءمة لخدمة أهداف المستثمرين.

دراسة (الزنداح،٢٠٠٦) بعنوان "أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين"

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة سنة ١٩٩٨ عن هيئة الأوراق المالية، على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين. تم تقييم هذا الأثر من خلال دراسة العلاقات الإحصائية بين المعلومات المحاسبية (حصة السهم من الربح، العائد على الملكية، القيمة الدفترية للسهم، نسبة المديونية، التدفق النقدي التشغيلي للسهم)، ومقياس لقيمة الشركة (القيمة السوقية للسهم)، ومقياس يعبر عن مخاطر الاستثمار (المخاطرة النظامية للشركة). ولقياس أثر ذلك تم استخدام بيانات الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، لعينة تكونت من تسع وثلاثين شركة عن فترة ثماني سنوات، منها أربع سنوات قبل تطبيق تعليمات الإفصاح (١٩٩٤-١٩٩٧)، وأربع سنوات بعد التطبيق (١٩٩٩-٢٠٠٢). بينت نتائج الدراسة حدوث تحسن بسيط في علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم نتيجة تطبيق تعليمات الإفصاح، بينما لم تكشف الدراسة عن حدوث تحسن في علاقة المعلومات المحاسبية بالمخاطرة النظامية للشركة.

دراسة (أبونصار، والذنيبات، ٢٠٠٥) بعنوان "أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية"

هدفت الدراسة إلى التحقق من مدى أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية للعام ١٩٩٨ والخاصة بالبيانات الدورية للشركات المساهمة العامة في الأردن، وذلك من وجهة نظر المدققين الخارجين ومعدي البيانات المالية والمستثمرين. كما هدفت الدراسة إلى معرفة وجهة نظر عينة الدراسة حول مدى كفاية هذه التعليمات ومساهمتها في تحسين عملية اتخاذ القرارات من قبل مستخدمي البيانات المالية. ولتحقيق أهداف الدراسة تم تصميم استبيان وزع على عينات من المدققين ومعدي البيانات المالية والمستثمرين. وتوصلت الدراسة إلى إجماع كل من المدققين ومعدي البيانات والمستثمرين على أهمية البنود التي تضمنتها تعليمات الإفصاح في خدمة مستخدمي القوائم المالية، كما أظهرت نتائج الدراسة أن تعليمات الإفصاح تساعد في تحسين نوعية وكمية المعلومات المنشورة. وبينت نتائج الدراسة كذلك عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين وجهات نظر المدققين ومعدي البيانات والمستثمرين في تقييم أهمية البنود التي تضمنتها تعليمات الإفصاح إلا لعدد محدود من البنود.

دراسة (السيد، ٢٠٠٤) بعنوان "الإفصاح المحاسبي بين النظرية والتطبيق"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تطبيق الشركات الصناعية المساهمة الأردنية التي يتم تداول أسهمها في السوق الأول لمتطلبات الإفصاح وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم (١) وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة مفوضي الأوراق المالية في إعداد ونشر تقاريرها المالية إضافة إلى دراسة العلاقة بين درجة الإفصاح وبعض خصائص الشركات متمثلة في حجم الشركة وسنة التأسيس والعائد على الاستثمار وحقوق المساهمين ومجموع الالتزامات ومجموع

الأصول. وخلصت هذه الدراسة إلى وجود درجة عالية من الالتزام بمتطلبات الإفصاح في معايير المحاسبة الدولية من قبل الشركات عينة الدراسة، وكذلك هناك التزام بدرجة اقل بالنسبة لمتطلبات الإفصاح الواردة في تعليمات هيئة مفوضي الأوراق المالية، غير أن نتائج الدراسة أشارت إلى وجود درجة عالية من الالتزام فيما يتعلق بإصدار التقارير نصف السنوية. أما بالنسبة لخصائص الشركات والتي توقع الباحث أن يكون لها أثر على درجة الإفصاح، فقد أظهرت الدراسة أنه لا يوجد أي أثر لهذه العوامل على مستوى الإفصاح لشركات العينة.

دراسة (**الهبيل، ٢٠٠٣**) **بعنوان** "مدى ملاءمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن".

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى ملاءمة وكفاية تعليمات الإفصاح رقم (١) لسنة ١٩٩٨م الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية لقرارات المستثمرين في الأوراق المالية في بورصة عمان، وبيان مدى التزام الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان بتعليمات الإفصاح عند إعداد تقاريرها المالية المقدمة للمستثمرين، والتعرف على أثر تلك التعليمات على جودة المعلومات المحاسبية المقدمة من قبل الشركات المساهمة وبالتالي على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية. ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث بإعداد استبيان تم توزيعه على مجتمع الدراسة المكون من شركات الخدمات المالية المرخصة والعاملة في سوق عمان المالي وعينة من المستثمرين المضاربين المتواجدين في بورصة عمان للأوراق المالية. أظهرت نتائج الدراسة ملاءمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن الهيئة بدرجة كبيرة لخدمة قرار الاستثمار في الأوراق المالية في بورصة عمان، كذلك أظهرت نتائج الدراسة عدم كفاية تعليمات الإفصاح لخدمة قرار الاستثمار في بورصة عمان، كما بينت النتائج التزام الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان بتعليمات الإفصاح عند إعداد التقارير المالية.

دراسة (**الفضل، ٢٠٠١**) **بعنوان** "العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار أسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها".

استهدفت هذه الدراسة معرفة ما إذا كان لحجم الشركة اثر ذو دلالة إحصائية على مستوى الإفصاح الكافي في التقارير المالية الخارجية للشركات الصناعية العراقية، وكذلك معرفة ما إذا كان هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من السعر السوقي لسهم الشركة ونوع النشاط الذي تمارسه وبين مستوى الإفصاح في تقاريرها المالية السنوية، وقد تميزت هذه الدراسة باختبار علاقة الخصائص أعلاه بمستوى الإفصاح في المكونات الفرعية للتقرير السنوي وليس مع مستوى الإفصاح في التقرير ككل ومن خلال إعداد مؤشر للإفصاح والقيام ببعض الاختبارات الإحصائية.

وخلصت الدراسة وجود علاقة بين الحجم ومستوى الإفصاح في محور المعلومات العامة، وعدم وجود مثل هذه العلاقة في محاور: المعلومات عن الإدارة، والمعلومات الخاصة بالهيكل التمويلي، والمعلومات الخاصة بالموجودات، ومحور المعلومات المتعلق بنتيجة النشاط. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين أسعار الأسهم السوقية لشركات العينة وكل من

نسبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالهيكل التمويلي ونتيجة النشـــاط.

دراسة (محمود، ١٩٩٩) بعنوان "أثر متغيرات السوق على كثافة الإفصاح فـــي التقـــارير المالية".

ركزت هذه الدراسة على العلاقة بين مفهوم كثافة الإفصاح كمتغير تابع (وذلك بإنشاء رقـــم قياسي لكثافة الإفصاح) وبين أربعة متغيرات سوقية هي: نوع النشاط الاقتصادي، وحالة التسجيل في البورصة، والقانون الذي يحكم عمل الشركة، وحجم مكتب التدقيق الذي يتولى تدقيق التقارير المالية للشركة، وقد تم اختيار عينة من التقارير المالية المنشورة بالصحف المــصرية لعــدد ٥٥ شركة من الشركات العاملة في الاقتصاد المصري. ومن خلال اختبار فروض الدراســـة توصـــل الباحث إلى وجود فروق معنوية في كثافة الإفصاح طبقا لمتغيرات نوع النشاط وحالة التـــسجيل في البورصة ونوع القانون الذي يحكم عمل الشركة، وكذلك وُجـــد ارتبـــاط معنـــوي ذو دلالـــة إحصائية بين كثافة الإفصاح وحجم مكتب التدقيق، وأشارت الدراسة إلى عـــدم وجـــود مفهـــوم واضح ومحدد لجودة الإفصاح، ومن جهة أخرى لاحظ الباحث أنه لا يوجد إطار يحـــوز علـــى القبول العام بشأن عدد وكيفية اختيار المفردات وكيفية تعداد النقاط التي يتم تضمينها فـــي الـــرقم القياسي للإفصاح.

دراسة (سجيني،١٩٩٧) بعنوان "قياس درجة ومدى الإفصاح المحاســـبي فـــي الـــشركات الصناعية السعودية"

هدفت الدراسة إلى قياس درجة وجودة الإفصاح المحاسبي في القـــوائم الماليـــة للـــشركات الصناعية السعودية مقارنة بدرجة الإفصاح المحاسبي التي تتطلبها مبادئ المحاســـبة المتعـــارف عليها في مهنة المحاسبة، وذلك من خلال الدراسة الميدانية للقوائم المالية التـــي تنـــشرها هـــذه الشركات. خلصت الدراسة أن مستوى الإفصاح المحاسبي في شركات العينة متدن بصورة عامة، حيث بلغت نسبة الإفصاح أقل من 54% مما يمكن تحقيقه. وعلى ضوء ذلك أوصـــت الدراســـة بضرورة الاهتمام بالإفصاح المحاسبي في الشركات الصناعية السعودية، مـــع التركيـــز علـــى الإفصاح عن المعلومات العامة المتعلقة بالإدارة، وتلك المتعلقة بالتطورات المستقبلية لما لذلك من أهمية في بعث الثقة في المعلومات المحاسبية, وبالتالي تشجيع عملية الاستثمار.

دراسة (الدهراوي، ١٩٩٤) بعنوان "دور الإفصاح المحاسبي في تخفـــيض عـــدم تماثـــل المعلومات وزيادة كفاءة سوق رأس المال"

هدفت الدراسة الدور الحيوي الذي يلعبه الإفصاح في تحقيق كفاءة سوق رأس المـــال، عـــن طريق تخفيض عدم التماثل في المعلومات، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة العمليات وزيادة حجـــم سوق رأس المال وزيادة درجة سيولة الأسهم، كما بينت الدراسة أن المستثمر يستخدم المعلومات المحاسبية المتوفرة في التقارير المالية للتنبؤ بعائد الأسهم وتحديد درجة المخاطرة لهذه الأســـهم، وكذلك تكوين سلة الاستثمارات التي تناسب أفضليته للمخاطرة. وبينت نتائج الدراسة خطورة عدم تماثل المعلومات على سوق رأس المال وعلى الاقتصاد القـــومي ككـــل، فزيـــادة عـــدم تماثـــل المعلومات متمثلة في وجود بعض الأفراد لديهم معلومات غير متاحة لكافة المستثمرين يؤدي إلى

التأثير على هيكل سوق رأس المال من زيادة لتكلفة العمليات وانخفاض عدد المستثمرين و انخفاض درجة السيولة للأسهم.

دراسة (**الملحم، ١٩٩٣**) بعنوان: "معوقات وأسباب عدم الالتزام بالتطبيق الكلي لمتطلبات الإفصاح المحاسبي في الشركات المساهمة السعودية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على الأسباب والمعوقات التي تحول دون التطبيق الكلي لمتطلبات الإفصاح المحاسبي الإلزامية من قبل الشركات المساهمة السعودية. ولتحقيق أهداف البحث، فقد تم استطلاع آراء عينة شملت فئات يقع على عاتقها الدور الرئيسي في عملية تطبيق المعايير المحاسبية. وقد بينت الدراسة أن أهم أسباب عدم الالتزام كانت ضعف آلية الإلزام، وضعف البرامج التعليمية، وقلة المحاسبين المؤهلين. وترجع أسباب ذلك إلى ضعف الإدراك بمفاهيم وأهداف المحاسبة وعدم إعطاء دور هام للقطاع الخاص في تقرير ما يلائمه من معايير. وللتغلب على هذه الأسباب فقد أوصت الدراسة على قيام وزارة التجارة أو من يمثلها بتذكير الشركات بالمتطلبات الإلزامية وفرض العقوبات الصارمة عليها في حالة ثبوت عدم التزامها. كما أوصت الدراسة بإنشاء وحدة إشراف ومراقبة خاصة للتأكد من تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي. ولرفع مستوى الالتزام أوصت الدراسة على تكثيف البرامج التعليمية والتدريبية المستمرة للتعريف بمفاهيم وأهداف المحاسبة وكذلك بمعايير الإفصاح المحاسبي.

منهجية الدراسة:

مجتمع وعينة الدراسة:

نظراً لوجود العديد من الأطراف المهتمة بموضوع الإفصاح في التقارير المالية للشركات، فقد ضم مجتمع الدراسة أربع فئات وهم: المستثمرين سواء كان مستثمر مؤسسي أو أفراد، ومعدي التقارير المالية في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية، ومراجعي الحسابات المرخصين، والأكاديميين المتمثلين في أعضاء هيئة التدريس بأقسام المحاسبة في كل من جامعة الفاتح، وجامعة السابع من ابريل، وجامعة الجبل الغربي. و لحداثة سوق الأوراق المالية الليبي، وبالتالي قلة عدد الشركات المدرجة به والتي بلغ عددها (٢٠) شركة حتى نهاية شهر النوار (فبراير) ٢٠١٠ كان له اثر في عدد مفردات عينة المستثمرين ومعدي التقارير المالية. والجدول التالي يبين عدد الاستبيانات المرسلة والمستلمة من كل فئة.

الجدول رقم (١) الاستبيانات المرسلة والمستلمة

الفئة	عدد الاستبيانات المرسلة	عدد الاستبانات المستلمة	نسبة الردود
المستثمرين	40	٢٥	%٦٣
معدي القوائم المالية	٤٠	٢٢	%٥٥

مراجعي الحسابات	٥٠	٣٧	%٧٤
الأكاديميين	٥٠	٤١	%٨٢
المجموع	١٨٠	١٤٤	%٧٦

أسلوب جمع البيانات:

لتحقيق أهداف الدراسة تم دراسة متطلبات الإفصاح الصادرة عن بعض الأسواق المالية العربية، ونخص بالذكر مصر والأردن وسوريا، وقد لاحظ الباحثان أن متطلبات الإفصاح في كل من الأردن وسوريا متقاربة جداً. كما تم الإطلاع أيضا على بعض التقارير المالية للشركات المدرجة في تلك البلدان، ومن ثم جرى دراسة ومقارنة ما ذكر مع ما هو موجود في ليبيا. وبناءاً على ذلك تم تصميم استبيان احتوى على قسمين: هدف القسم الأول منه إلى جمع البيانات الديموغرافية لأفراد عينة الدراسة مثل المؤهل العلمي، والتخصص، وسنوات الخبرة. أما القسم الثاني من الاستبيان فقد احتوى على عدد (١٧) بنداً يتوقع أن يكون لها أهمية في تحسين متطلبات الإفصاح، وقد طلب من مجتمع الدراسة إبداء رأيهم عن كل بند ضمن مقياس ليكرت بدرجاته الخمس (مهم جداً، مهم، متوسط الأهمية، قليل الأهمية، غير مهم) لتحديد أهمية البنود.

ولاختبار مدى مصداقية نتائج الاستبيان والارتباط بين بنوده تم استخدام تحليل المصداقية Reliability analysis لحساب معامل ارتباط ألفا كرونباخ، وتبين أن قيمة معامل ارتباط ألفا كرونباخ الخاص بإجابات فئة المستثمرين على أسئلة الإستبيان الموجهة إليهم ٧١%، وبلغ معامل الارتباط الخاص بفئة معدي القوائم المالية ٦٢%، بينما بلغ معامل الارتباط الخاص بفئة المراجعين ٧٩%، وأخيراً بلغ معامل الارتباط الخاص بفئة الأكاديميين ٨٦%. وبما أنها تزيد عن ٦٠% فإن ذلك يعني إمكانية اعتماد نتائج الاستبيان والاطمئنان إلى مصداقيته (Sekaran, 1992)

أساليب تحليل البيانات:

استخدم البرنامج الإحصائي (Statistical Package for Social Science) لغرض تحليل البيانات وذلك باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية وهي:

١- أساليب الإحصاء الوصفي لاستخراج الوسط الحسابي والانحراف المعياري والنسب المئوية لوصف متغيرات الدراسة.

٢- اختبار (Reliability analysis) لقياس ثبات أداة الدراسة ودرجة الاعتماد عليها.

خصائص عينة الدراسة :

تنوعت الخصائص الديموغرافية لأفراد العينة من حيث المؤهلات العلمية والتخصص العلمي وسنوات الخبرة. ويوضح الجدول رقم (٢) إن أعلى نسبة من حيث المؤهلات العلمية لمجتمع الدراسة كانت من حملة شهادة البكالوريوس والتي بلغت (٤٩%)، كما يلاحظ ارتفاع نسبة حملة شهادة الماجستير والدكتوراه، وذلك باعتبار إن إحدى فئات الدراسة هم أعضاء هيئة تدريس بالجامعات الوطنية. أما من حيث التخصص كما يوضحه الجدول رقم (٣)، فقد شكل تخصص

المحاسبة غالبية عينة الدراسة وبنسبة (٨٦%)، وهذا أمر طبيعي بالنظر إلى الفئات المستهدفة في الدراسة. ويبين الجدول رقم (٤) المتعلق بسنوات الخبرة لأفراد العينة، فقد كانت أعلى نسبة للفترة التي تراوحت ما بين ٥- ١٠ سنوات وبنسبة (٣٥%) من حجم العينة.

ومن التحليل السابق لخصائص عينة الدراسة يلاحظ توافر الخبرة العلمية والعملية الملاءمة للإجابة على بنود الاستبيان، الأمر الذي يدعم نتائج الدراسة.

اختبار الفرضيات:

في ضوء أهداف الدراسة وفرضياتها جاءت نتائج الاختبارات كما يلي:

١. اختبار الفرضية الأولى:

تشير نتائج التحليل الوصفي (الوسط الحسابي والانحراف المعياري) كما يظهرها الجدول رقم (٥) إلى أن المتوسط العام لآراء المستثمرين حول البنود المقترحة بلغت (٣,٦٤) وبانحراف معياري بلغ (٠,٩١٥) وحيث أن المتوسط الفرضي هو (٣)، عليه يتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة. ونستنتج من ذلك أن المستثمرين يعتقدون أن إضافة البنود المقترحة إلى لائحة الإفصاح والإدراج سوف يحسن من مستوى الإفصاح في التقارير المالية السنوية للشركات.

٢. اختبار الفرضية الثانية:

تبين نتائج كما يظهرها الجدول أن المتوسط العام لآراء معدي التقارير المالية بلغ (٣,٧٢) وبانحراف معياري بلغ (٠,٨٣٧) وهو اكبر من المتوسط الفرضي، وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة.

٣. اختبار الفرضية الثالثة:

تشير النتائج بالجدول أن المتوسط العام لآراء مراجعي الحسابات بلغ (٣,٥٥%) وبانحراف معياري بلغ (١,٠٧١) وهو اكبر من المتوسط الفرضي، وعليه يتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة.

٤. اختبار الفرضية الرابعة:

يوضح اختبار الفرضية الثالثة أن المتوسط العام لآراء الأكاديميين بلغ (٤,٢) وبانحراف معياري بلغ (٠,٧٧٣) وهو اكبر من المتوسط الفرضي، وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة.

وبالنظر إلى نتائج اختبار الفرضيات السابقة نلاحظ اتفاق آراء فئات الدراسة بأن إضافة البنود المقترحة من قبل الباحثان سوف تحسن الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة بالسوق. كما يلاحظ أيضاً أن أعلى متوسط حسابي كان من فئة الأكاديميين، ثم معدي التقارير المالية، ثم المستثمرين، وأخيرا مراجعي الحسابات. ونعتقد أن سبب انخفاض المتوسط الحسابي لفئة مراجعي الحسابات يرجع إلى أن زيادة متطلبات الإفصاح سوف يزيد من حجم مسؤولية المراجع الخارجي.

***نتائج وتوصيات الدراسة* :**

استهدف الباحثان من خلال هذه الدراسة تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية

السنوية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي، وذلك من خلال إعداد استبيان تضمن جملة من البنود المقترحة من الباحثان وتوزيعه على الفئات المهتمة بالإفصاح، بهدف للتعرف على آرائهم حول إضافة البنود المقترحة إلى لائحة الإدراج والإفصاح.

وقد توصل الباحثان إلى أن هناك اتفاق في الآراء بين فئات الأربع التي غطتها الدراسة بأهمية تضمين لائحة الإدراج والإفصاح البنود المقترحة، والذي سوف يؤدي إلى تحسين مستوى الإفصاح في التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي.

وعليه نوصى إدارة سوق الأوراق المالية الليبي بمراجعة اللائحة الصادرة وإضافة كل أو بعض البنود المقترحة إلى لائحة الإدراج والإفصاح. كما نوصي بإجراء دراسات تتعلق بقياس مدى التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن سوق الأوراق المالية الليبي.

المراجع:

- ابونصار، محمد، وعلي الذنيبات، ٢٠٠٥، أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد ٣٢، العدد ١.
- الدهراوي، كمال الدين مصطفى، ١٩٩٤، دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة رأس المال، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد ٢.
- الزنداح، عادل رجب، ٢٠٠٦، أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، الأكاديمية العربية للعوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.
- السيد ، صالح محمد، ٢٠٠٤، الإفصاح المحاسبي بين النظرية والتطبيق، دراسة تحليلية على الشركات الصناعية المساهمة الأردنية في السوق الأول، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، السودان.
- الفضل، مؤيد محمد، ٢٠٠١، العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار أسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها، دراسة ميدانية في العراق، مجلة الإداري، العدد ٨٤.
- الهبيل، جمال خالد، ٢٠٠٣، مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن.
- زيود، لطيف، وحسان قطيم، ونغم مكية، ٢٠٠٧، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، المجلد ٢٩، العدد ١.
- سجيني , طلال إبراهيم عرابي, ١٩٩٧، قياس درجة ومدى الإفصاح المحاسبي في الشركات الصناعية السعودية, المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد, العدد ٨.

- محمود ، عبد الحميد أحمد، ١٩٩٩، أثر متغيرات السوق على كثافة الإفصاح في التقارير المالية، دراسة اختباريه، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، العدد ١.
- موقع سوق الأوراق المالية الليبي(www.lsm.ly)
- Byingtoon, S, R. and Sutton, S,G, 1991, The Regulating Profession: An Analysis of the Political Monopoly Tendencies of the Audit Profession, Critical Perspectives on Accounting, 2 (4);315-330.
- Cerf, A, 1961, Corporate Reporting and Investment Decisions, University of California, Berkeley.
- Sekaran, U, 1992, Research Methods for Business: A Skill Building Approach, New York, John Wiley and Sons Inc.

الجدول رقم (٢)

خصائص عينة الدراسة (المؤهل العلمي)

البند	العدد	النسبة
شهادة ثانوية	٣	%٣
دبلوم متوسط	٧	%٦
دبلوم عالي	١٥	%١٣
البكالوريوس	٥٧	%٤٩
الماجستير	٢٤	%٢١
الدكتوراه	١٩	%١٦
المجموع	١٢٥	

جدول رقم (٣)

خصائص عينة الدراسة (التخصص العلمي)

البند	العدد	النسبة
المحاسبة	١٠٨	%٨٦
تخصصات أخرى	١٧	%١٤
المجموع	١٢٥	

جدول رقم (٤)

خصائص عينة الدراسة (سنوات الخبرة)

البند	العدد	النسبة (%)
اقل من ٥ سنوات	٢٧	%٢٢
من ٥- ١٠ سنوات	٤٤	%٣٥
من١١- ١٥ سنوات	٣١	%٢٥
أكثر من ١٥ سنة	٢٣	%١٨

الجدول رقم (٥)

الإحصاء الوصفي لفئات عينة الدراسة

الفئـــــة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
المستثمرين	٣,٦٤	٠,٩١٥
معدي التقارير المالية	٣,٧٢	٠,٨٣٧
مراجعي الحسابات	٣,٥٥	١,٠٧١
الأكاديميين	٤,٢٠	٠,٧٧٣

ملحق (١)

استبيان

تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق الماليــة الليبي

السادة ....

تحية طيبة وبعد،،

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على آراء المستثمرين ومعدي التقارير الماليــة ومراجعــي الحسابات والأكاديميين حول إضافة بنود مقترحة من الباحثان تتعلق بالإفصاح إلى لائحة الإدراج والإفصاح الصادرة عن سوق الأوراق المالية الليبي. لذلك فقد تم تصميم هذا الإستبيان لغــرض جمع البيانات لتحقيق هدف الدراسة.

عليه نأمل التكرم بالمساعدة في إتمام الإجابة على الأسئلة الواردة بها لضمان نجــاح هــذه الدراسة، ونؤكد لحضرتكم بان البيانات ستستخدم لإغراض البحث العلمي فقط .

شاكرين لكم حسن تعاونكم معنا

الباحثان

د. عادل رجب زنـــداح — **أ. أسامة إبراهيم الأزرق**

(معلومات شخصية)

يرجى وضع إشارة ☑ في المكان المناسب :

١- صـــــفة المستجيب: ☐مراجع حسابات ☐مستثمر ☐معد قوائم مالية ☐أكاديمي

٢- المؤهـــل العلمي: ☐دبلوم متوسط ☐ماجستير ☐أخرى.................. ☐بكالوريوس ☐دكتوراه

٣- التخصص: ☐محاسبة ☐إدارة مالية ☐أخرى.................. ☐إدارة أعمال ☐اقتصاد

٤- عـــــدد ســـنوات الخبرة: ☐أقل من ٥ سنوات ☐ من ٥ – ١٠ ☐ من ١١– ١٥ ☐ أكثر من ١١

الجزء الثاني: (بنود الإفصاح المقترحة)

الرجاء إبداء رأيك في البنود المقترحة من خلال تحديد أهمية كل بند، وذلك بوضع إشارة ☑ في المكان المناسب :

البند	مهم جداً	مهم	متوسط الأهمية	قليل الأهمية	غير مهم
نرى أن يتضمن تقرير مجلس الإدارة السنوي إضافة لما ورد في المادة (٣٠) من لائحة الإدراج ومتابعة الإفصاح الآتي:					
١- وصف الأنشطة الرئيسية وأماكنها الجغرافية، وحجم الاستثمار الرأسمالي، وعدد الموظفين في كل منها.	☐	☐	☐	☐	☐
٢- وصف للشركات التابعة وطبيعة عملها ومجالات نشاطها ونتائج أعمالها.	☐	☐	☐	☐	☐
٣- بيان بأسماء كبار مالكي الأسهم المصدرة من قبل الشركة وعدد الأسهم المملوكة لكل منهم إذا كانت هذه الملكية تشكل ما نسبته ٥% فأكثر مقارنة بالسنة الماضية.	☐	☐	☐	☐	☐
٤- الوضع التنافسي للشركة ضمن قطاع نشاطها وأسواقها الرئيسية وحصتها من السوق المحلي، وكذلك حصتها من الأسواق الخارجية.	☐	☐	☐	☐	☐
٥- الإفصاح عن مدى التزام الشركة بمعايير الجودة العالمية.	☐	☐	☐	☐	☐
٦- الهيكل التنظيمي للشركة، وعدد موظفيها وفئات مؤهلاتهم، ومعدل دوران الموظفين، وبرامج التأهيل والتدريب لموظفي الشركة.	☐	☐	☐	☐	☐
٧- الأثر المالي للعمليات ذات طبيعة غير متكررة حدثت خلال السنة المالية ولا تدخل ضمن النشاط الرئيسي للشركة.	☐	☐	☐	☐	☐
٨- السلسلة الزمنية للأرباح أو الخسائر المحققة لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل.	☐	☐	☐	☐	☐

البنــــــــد	مهم جداً	مهم	متوسط الأهمية	قليل الأهمية	غير مهم
٩- الأرباح الموزعة من قبل الشركة لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل.	☐	☐	☐	☐	☐
١٠- صافي حقوق المساهمين لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل.	☐	☐	☐	☐	☐
١١- أسعار الأوراق المالية المصدرة (في تاريخ الاغلاق في نهاية السنة المالية) من قبل الشركة لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل.	☐	☐	☐	☐	☐
١٢- تحليل للمركز المالي للشركة ونتائج أعمالها خلال السنة.	☐	☐	☐	☐	☐
١٣- التطورات المستقبلية بما في ذلك أي توسعات أو مشروعات جديدة لسنة قادة على الأقل.	☐	☐	☐	☐	☐
١٤- الخطة المستقبلية للشركة لسنة قادمة على الأقل وتوقعات مجلس الإدارة لنتائج أعمال الشركة.	☐	☐	☐	☐	☐
١٥- الانجازات التي حققتها الشركة مدعمة بالأرقام و وصف للأحداث الهامة التي مرت بها الشركة خلال السنة المالية.	☐	☐	☐	☐	☐
١٦- وصف لأي امتيازات تتمتع بها الشركة بموجب القوانين و الأنظمة المحلية.	☐	☐	☐	☐	☐
١٧- مساهمة الشركة في حماية البيئة.	☐	☐	☐	☐	☐

ورقه بعنوان

دور البورصة في تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطه بعد الأزمة الاقتصادية العالمية

أعداد

أ/ إيمان إبراهيم عبد المنعم
مدير حسابات عملاء
بالشركة المصرية العربية - ثمار لتداول الأوراق المالية

ا.د/ مختار الشريف
أستاذ الاقتصاد
بمركز بحوث الصحراء

مقدمه عن المشروعات الصغيره و المتوسطه

المشروعات الصغيره و المتوسطه ليست وليده العصر بل قامت عليها أقتصاديات ضخمه مثل الأقتصاد الياباني و الهندي والأمريكي غيرها .

فقد بدأ الأهتمام بتلك المشروعات من أواخر السبعينات حيث زاد عدد المشرعات الصغيره و المتوسطه حتي باتت تشكل ٩٠%من حجم المشروعات الأقتصاديه علي مستوي العالم و تشغل ما نسبته ٦٠%-٦٥%من القوي العامله علي مستوي العالم

ففي منطقه اسيا ودول حوض البسفيك تمثل المشروعات الصغيره و المتوسطه ما نسبته ٩٥% و تشغل ما يعادل ٣٥%-٨٥%من العماله .

كما تشير بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي الي أن الصناعات الصغيره و المتوسطه تشكل ما نسبته ٢٥%-٣٥% من حجم الصادرات العالميه للمواد المصنعه وقد زادت هذه النسبه في بعض البلاد الأسيويه مثل الصين حيث تقدر ب٦٠%في الصين و ٤٠%في كوريا و ٥٦%في تايوان .

أما بالنسبه للدول العربيه فقد أشارت دراسه حديثه أجرتها منظمه الخليج للأستثمارات الي أن نسبه المشروعات الصغيره و المتوسطه قد بلغت ٩٤% من المصانع

في الأمارات و٩٢% في قطر و البحرين و٧٥% في السعوديه و٧٨% في الكويت وهي تتوزع بين المشروعات المختلفه مابين صنعات تحويليه و كمياويه وغذائيه وبناء و تشييد.

شهد سوق الائتمان بمصر تغييرات كبيرة خلال عام ٢٠٠٩، خاصة مع الأزمة المالية التى ضربت أسواق العالم وبدأت جذورها من القطاع المصرفى نفسه، وقد قالت صحيفة الفايننشيال تايمز إن المشروعات الصغيرة والمتوسطة تواجه تعثرا فى الحصول على القروض بسبب سياسات الائتمان الجديدة، إذ باتت المصارف أكثر حذرا

ومن هذا من المنطلق من اهميه تلك المشروعات علي المستوي العالمي و العربي ورغم أن مصر لم تكن حديثه بفكره المشروعات الصغيره و تمويلها وقد ظهر ذلك حيث تم أنشاء

شركة ضمان مخاطر الائتمان المصرفي للمشروعات الصغيرة كشركة مساهمة عامة، طبقاً لقانون الشركات المصرية رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، بمساهمة من تسعة بنوك مصرية وذات ملكية مشتركة، وشركة تأمين.

وبسبب وجود قيود و معوقات أدت الي عدم نجاح تلك المشروعات بالصوره التي حققت بها نجاح في الدول الأخري وكان من اهم تلك العقبات هي العقبات التمويليه

فالورقه تقدم :

أولا: ماهي المشروعات الصغيره و المتوسطه

ثانياً: ماهي اهميه المشروعات الصغيره و المتوسطه وماهي أهم المعوقات التي تواجهها وكذلك وسائل التمويل المقترحه .

ثالثا: بورصه النيل وماهي و الهدف من أنشاؤها و لماذا لم تأتي ثمارها حتي الأن

رابعاً:المشروعات الصغيره بعد الأزمه الأقتصاديه

<u>أولا : طبيعة و مفهوم المشروعات الصغيرة و المتوسطة</u>

من المتفق عليه في جميع الدراسات الأقتصادية التي أعددت في هذا المجال انه لا يوجد تعريف موحد لماهيه المشروعات الصغيرة و المتوسطة وهذا يرجع لعده اسباب لعل اجلاها هو الأختلاف في الأمكانيات والظروف الأقتصاديه والأجتماعيه لكل دوله مثل طبيعة مكونات الأنتاج ونوعيه الصناعات القائمه و للكثافه السكانيه ومدي توافر العماله المدربه واختلاف مستوي الدخل والأجور.

ورغم هذه الأختلافات فيوجد عدد من المعايير التي يمكن الأعتماد عليها في تعريف المشروعات الصغيره و المتوسطة

معيار العماله -

معيار راس المال -

المعيار القانوني -

المعيار التكنولوجي-

<u>معيار العماله : أولاً</u>

يختلف معيار العماله من دوله الي أخري ومن منظمه الي أخري

<u>ثانيا:معيار رأس المال</u>

يختلف من دوله الي اخري علي حسب طبيعة النشاط الاقتصادي والمؤسسي وكذلك اسعار الصرف ومدي ارتباطها بأسعار الصرف العالمي.

<u>المعيار التكنولوجي: ثالثا</u>

ويعتمد علي نوعية التكنولوجيا المستخدمه في العمليات الأنتاجيه ومن ثم تختلف قيمة رأس المال المستثمر والعماله المستخدمه.

<u>رابعاً : المعيار القانوني</u>

يتوقف الشكل القانوني للمنشأه علي طبيعة وحجم رأس المال المستثمر وطريقة تمويله

فشركات الأموال غالبا ما يكون راس مالها كبيرا مقارنه بالمنشأت الفرديه ووفقا لهذا المعيار تقع المنشأت الصغيره والمتوسطه في نطاق منشأت الأفراد و شـركات الاشـخاص و التـضامنيه وشركات التوصيه البسيطه و التوصيه بالاسهم.

فتعريف البنك الدولي:

١- المشروعات الصغيره:

هي التي توظف أقل من ٥٠ عامل وأجمالي الأصول و المبيعات حتي ٣٠ مليون دولار.

٢- المشروعات المتوسطه:

وهي التي توظف حتي ٥٠٠ عامل وأجمالي الأصول و المبيعات ١٠٠ مليون دولار .

اما وفقا لبعض للدول

١- أمريكا وأيطاليا و فرنسا : تعتبر المنشاه صغيره أو متوسطه أذا كانت توظـف حتـي ٥٠٠ عامل .

٢- السويد :حتي ٢٠٠ عامل

٣-كندا وأستراليا :حتي ٩٩ عامل

أما وفقا لمصادر مؤتمر الأمم المتحده للتنميه و التجاره:

المشروعات الصغيره: هي التي يعمل بها من ٢٠-١٠٠ عامل

المشروعات المتوسطه: هي تلك التي يعمل بها من ١٠١-٥٠٠ عامل

ويختلف التصنيف تلك المشروعات عن تصنيف الشركات:

فالشركات الصغيره هي التي يعمل بها ١٠٠ عامـل ومـن ١٠٠-١٠٠٠ هـي شـركات متوسطه .

اما بالنسبه لمنظمه العمل

المشروعات الصغيره:هي التي يعمل بها أقل من ١٠عمال.1-

- المشروعات المتوسطه من ١٠-٩٩ عامل .2

فوفقا لبعض دول التعاون الخليجي مثل البحرين و السعوديه

البحرين 1-

- المشروعات الصغيرة :هي تلك المنشأت التي يبلغ متوسط رأسمالها المستثمر أقل مـن ٨٠٠٠٠٠ دينار .

المشروعات المتوسطه :هيي التي رأسمالها المستثمر من ٨٠٠٠٠٠-٢,٥ مليون دينار .

السعوديه :2 -

يتم تصنيف المنشآت الصغيرة بالسعودية إذا كان رأس مال تلك السنشآت في حدود ١٠ مليون ريال.

أما وفقا لمصر

2004: لسنه141 تعريف القانون الصادر عن مجلس الشعب برقم

فقد أوضحت الماده رقم (١)من هذا القانون بما يلي :

يقصد بالمنشأه الصغيرة في تطبيق هذا القانون كل شركه أو منشأه فرديه تمارس نشاطا أنتاجياًأوخدمياً أو تجارياً لا يقل رأسمالها المدفوع عن خمسين ألف جنيه ولا يجاوز المليون جنيه ولا يزيد عدد العاملين عن ٥٠ عامل .

أما هيئه سوق المال فوفقا لقرار مجلس إدارة الهيئـه رقـم (٦٢) لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٢٠٠٧\٧\١١ الخاص بالشركات الصغيره و المتوسطه بأنه:

يضاف الي قواعد قيد وأستمرار قيد وشطب الأوراق الماليه بالبورصه الصادر بقرار مجلس أداره الهيئه رقم ٣٠ بتاريخ ١٨\٦\٢٠٠٢ الأحكام التاليه:

الماده الأولي :يتم قيد الأوراق الماليه المصدره من الشركات الصغيره و المتوسطه بجداول البورصه،و يقصد بالشركات الصغيره و المتوسطه التي يقل رأسمالها عن ٢٥ ملون جنيه .

وتري الورقه :

أنه من الأفضل الأعتداد بمعيار العماله وذلك للأسباب التالي:-

تسهيل المقارنه بين القطاعات . ١-

٢-معيار ثابت و موحد و لا يأخذ في الأعتبار تغيرات أسعار الصرف

٣-سهوله جمع البيانات

-بالنسبه للقانون الصادر من مجلس الشعب لم يشر الي النشاط الزراعي حيث أنه يتضمن درجه عاليه من المخاطر ذلك بسبب الظروف الطبيعيه التي لايمكن التحكم بها .

- بالنسبه للقرار الصادر من هيئه سوق المال فقد وضع سقف للمشروعات الصغيره و المتوسطه ٢٥ مليون جنيه و هو يختلف عن السقف الذي وضعه القانون الصادر عن مجلس الشعب في هذا الصدد .

المشروعات الصغيره و المتوسطه أهميتها ومعوقاتها ثانياً:

أهميه المشروعات الصغيره و المتوسطه- ١

١-خلق فرص عمل وامتصاص البطاله بشكل أكبرمن المشروعات الصناعيه الكبيره

٢-تحقيق التكامل الأقتصادي بين المشروعات الصناعيه الكبيره و الصغيره

٣- زياده قيم الصادرات الصناعيه عن طريق الأنتاج المباشرأو الأنتاج التعاقدي مع المنشأت الصناعيه الكبيره

٤-تحقيق التوازن الجغرافي لعمليه التنميه حيث يتم المرونه في التوطن والتنقل بين مختلف المناطق والأقاليم الأمر الذي أدي الي خلق مجتمعات أنتاجيه جديده في المناطق النائيه.

الأستخدام الأمثل للموارد. - ٥

الأستخدام الأمثل للموارد الماليه المتاحه للمجتمع.- ٦

٧- أرتفاع العائد الأستثماري.

٨- قدرتها علي تنويع الأنتاج و زياده القيمه المضافه وتوفيرالسلع و الخدمات بأسعار في متناول الجميع.

٩- قدرتها علي التكييف مع المتغيرات الأقتصاديه .

٢ - العقبات التي تواجهه المشروعات الصغيره و المتوسطه

المعوقات التسويقيه -أ

- بسبب ارتفاع تكلفتها -

- عدم وجود أبحاث التسويق التي تدرس السوق وأتجاهاته وكذلك دراسه أنواع السلع التي يحتاجها المجتمع .

ب - ضعف القدره التنافسيه

- بسبب عدم جودة المنتجات المقدمه لأفتقارها الي الأيدي العامله المدربه بالأضافه الي المستوي التكنولوجي المطلوب

- السياسات التصديريه المتبعه وكذلك التعريفه الجمركيه المفروضه علي تلك الصناعات

-رتفاع اسعار المواد الخام المستخدمه و التي يتم استيرادها من الخارج و التي تنعكس علي سعر السلعه مما ينعكس علي سعر السلعه فيفقدها ميزاتها التنافسيه

ج-عدم توافر الأيدي المدربه و يرجع هذا لعدد من الأسباب منها

- غياب الثقافه الخاصه بأهميه المشروعات الصغيره و المتوسطه

- قصور البرامج التعليميه.

د - تعدد الهيئات و تضارب القوانين .

و - صعوبه أكتساب الصفه الرسميه و كذلك صعوبه الأجرءات الحكوميه

ع-غياب التكامل الأقتصادي بين تلك المشروعات و المشروعات الكبيره حيث أن معظم تلك المشروعات مشروعات أستهلاكيه و ليست أنتاجيه تساهم في الأضافه الي القيمه المضافه في المجتمع.

ف - الصعوبات التمويليه

وهي تعتبر من أهم المعوقات التي تواجه تلك المشروعات وخاصه بعد الأزمه الأقتصاديه العالميه.

- في بدايه الحديث يجب التطرق الي المراحل التي يمر بها المشروع فيوجد لدينا ٣ مراحلا أساسيه في كل مرحله منها: يختلف نطاق التمويل وهذه المراحل تختلف بأختلاف المشروع ذاته .

١-المرحله الأولي طور التأسيس ويكون في العاده من رأس المال خاص بصاحب المشروع

٢ - المرحله الثانيه: طور النمو الأولي ويتم التمويل فيه من الارباح المحققه

٣-المرحله الثالثه: وهو طور النمو المتسارع ويكون من الأقتراض من المصارف

- وعند الحديث عن تمويل تلك المشروعات فأننا نتحدث عن الطريقه التي يتم عاده بها التمويل وهو الأقتراض بالنسبه للمشروعات الكبيره لا تعتبر عمليه الأقتراض بالنسبه لها بالغه الصعوبه لأنها عندما تقوم بالأقتراض يكون لديها الضمانات الكافيه مثل اسم الشركه و سمعتها وكذلك وجود كشوف محاسبيه لها يمكن علي أساسها اخذ قرار القرض من عدمه من الجهه المختصه بالتمويل.

٣-أهم المعوقات التمويليه التي تواجهه المشروعات الصغيره و المتوسطه

١-تدني الضمانات التي تقدمها تلك المشروعات

٢- محددودية الثقافه المصرفيه لأصحاب المشروعات لأهميه وطبيعة المشروعات الصغيره والمتوسطه

أرتفاع أسعار الفائده علي القروض3-

٤- التشديد في شروط الأقراض وخاصه بعد الأزمه العالميه

٥- ضعف الهياكل التمويليه لتلك المشروعات

٦- عدم وجود دراسات جدوي لتلك المشروعات و التي تعطي لصاحب المشروع الرؤيه للأرباح و التكاليف التي سوف يحصل عليها المشروع و يتكبدها خلال عمره الأنتاجي وصيغ التمويل التي سوف يحتاجها هذا المشروع

٧-عدم أنتظام أمساك الدفاتر التجاريه لتلك المشاريع

ثالثاً: بورصه النيل

أولا: ماهي بورصه النيل

أنشات بورصه النيل في شهر أكتوبر٢٠٠٧ -وهي سوق داخل البورصه المصريه مخصصه للقيد الشركات الماليه الصغيره و المتوسطه لتوفير التمويل اللازم لها للتوسع والنمو ولرفع الكفاءه التصديريه لهذه الشركات وتوفير المزيد من فرص العمل وذلك فى إطار يجمع بين المرونة فى قيد الشركات الواعدة مع توفيرالحماية لحقوق كل من الشركات المقيدة والمستثمرين.

- تعتبر بورصة النيل هى أول سوق فى منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا للشركات المتوسطة والصغيرة، حيث ستوفر بورصة النيل فرص التمويل والنمو للشركات ذات الإمكانيات الواعدة من كافة القطاعات ومن كافة دول المنطقة بما فى ذلك الشركات العائليه

ثانياً:مميزات بورصه النيل

١- توفير التمويل للمشروعات الصغيره و المتوسطه.

٢- توفير دخول مستثمريين جدد في الشركات المقيده.

٣- توفير أمكانيه دمج تلك الشركات بالكيانات الأقتصاديه الكبيره وهذا يعطيها قدر أكبر من القدره التنافسيه

٤- لديها درجه عاليه من الشفافيه من خلال شروط القيد والأفصاح

٥- تحديد قيمه عادله للشركه من خلال القيمه السوقيه للسهم في البورصه

٦- كفاءه الأداره في الشركه والتي تفرضها عليها البورصه من خلال شروط الأفصاح والقيد.

وتري الورقه :

- أذا كان الهدف من بورصه النيل هو التمويل ألا انه من الوضح أن هذ الهدف لم يكل يأتي ثماره بعد وقد وضح ذلك من خلال عدد الشركات التي تم قيده في هذه البورصه حيث بلغ الأجمالي عدد الشركات المقيده ١٠شركات فقط وهما ما تنطبق عليهم شروط القيد ويعتبر هذا

العدد صغير جدا بالنسبه الي عدد تلك المشروعات.

- ولعل أبرز المعوقات التي لم تجعل بورصه النيل تؤتي كل ثمارها حتي الأن ويرجع في الأساس الي الأسباب التمويليه السالفة الذكر بالأضافه الي الحدود الماليه التي وضعتها هيئه سوق المال وهو ٢٥ مليون جنيه وهو يختلف عن ذلك الحد الذي وضعه القانون الصادر عن مجلس الشعب .

ثالثاً:الحلول التمويليه المقترحه

١-أعفاء البنوك التي تعمل في مجال أقراض المشروعات الصغيره و المتوسطه من الضرائب و بالتالي سوف يؤثر ذلك تبعا علي أسعار الفائده علي الاقراض.

٢-تدخل الحكومه بالأعفاءات الضريبيه لمدد زمنيه طويله لتلك المشروعات علي مستلزمات الأنتاج التي يتم شرائها من الخارج وكذلك من الضرائب التي تفرض علي صادرات تلك المشروعات مما يعني انخفاض اسعارها و اعطائها ميزه تنافسيه

٣- التوسع في أنشاء شركات ضمان مخاطر الائتمان المصرفي للمشروعات الصغيرةمثل التي أنشأت من قبل .

ماهي شركات ضمان المخاطر :

شركة مساهمة عامة، طبقاً لقانون الشركات المصرية رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، بمساهمة من تسعة بنوك مصرية وذات ملكية مشتركة وشركة تأمين، وكان ذلك في عام ١٩٩١. وتهدف الشركة إلى تشجيع وتنمية المشروعات الصغيرة في مختلف المجالات الإنتاجية والخدميةوتطويرها من خلال تيسير حصول تلك المشروعات على الائتمان المصرفي اللازم لإقامة المشروع، أولتطوير أدائه، أوتيسيرمزاولته للنشاط، وذلك كله من خلال توفير الضمان للأموال الممنوحة من قبل البنوك، وتمارس الشركة عملها من خلال أتفاقية تم توقيعها مع اثنين وثلاثين بنكاً في مصر.

وتقوم الشركة بتغطية ما نسبته ٥٠% من قيمة التمويل المطلوب، على أن يكون الحد الأدنى لقيمة الضمان للمنشأة الواحدة ١٠ آلاف جنيه والحد الأقصى ٧٠٠ ألف جنيه مصري، وعليه، يمكن للمنشأة أن تحصل على تمويل يتراوح ما بين ٢٠ ألفاً إلى ما مقداره ١,٤ مليون جنيه، وتبلغ مدة الضمان ما بين ستة أشهر وخمس سنوات كحد أقصى ويجوز مدها، كما يجوز أن تكون هناك فترة سماح. وتتقاضى الشركة ١% سنوياً من رصيد القرض أوالتسهيل كمصروفات إدارية. وتقدم الشركة أنواعاً مختلفة من الضمانات تتمثل في ضمانات الأطباء والصيادله والمراكز الطبية ومعامل التحليل، وقروض الصندوق الاجتماعي، إضافة إلى عدد آخر من النشاطات المختلفة. وقد تمكن برنامج ضمان مخاطر القروض المنفذ في هذه الشركة من تحقيق نتائج كبيرة خلال السنوات الخمس الأولى من عمله، حيث تمكن من توفير تمويل قيمته ٦٩٧ مليون جنيه، ضمنت الشركة منها ٣٣٥ مليون جنيه، ومتوسط قيمة القرض الواحد ١٤٣ ألف جنيه للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. وتقتضي السياسة المتبعة حالياً في الشركة عدم الموافقة على ضمان أي مشروع ما لم يكن ممولاً ذاتياً بنسبة ٣٠% إلى ٥٠% من قيمة الاستثمار الكلية.

٤-عمل حصر شامل لكل محافظه لما يوجد بها من مشروعات و التمويل الازم لها و المخصصات الماديه المتوافره لكل محافظه و كذلك عمل خرائط أستثماريه قائمه علي الميزات النسبيه لكل محافظه ثمّ عمل صندوق يتم التعاون فيه من قبل البنوك و الحكومه و اصحاب تلك المشاريع ثم عمل به وديعه او اخاله في احد صناديق الأستثمار و يكون العائد منه مخصص لتغطيه مخاطر تلك المشروعات في حاله التعثر عن السداد.

٥- أنشاء البنوك الصناعيه المتخصصه ويكون الهدف الأساسي من أنشائها هوالأهتمام والتمويل بتلك المشروعات مثل بنك التنميه الصناعيه .

وتري الورقه

١-بالنسبه لصندوق مخاطر الأئتمان له عدد من المميزات و الأهداف منها :

(١) تغطية جزء من الخسائر الناجمة عن أي حالة تعثر للعميل المقترض، الذي لا يتمكن من السداد، وفي مثل هذه الحالة فإن هذه البرامج تعمل على تشجيع البنوك والمؤسسات المالية على إقراض أصحاب هذه المشروعات.

(٢) تعمل هذه البرامج على توفير الضمانات للبنوك والمؤسسات المالية، لتمويل الموجودات الثابتة، ومنها ما يوجه لتمويل رأس المال العامل، ويختلف هذا الوضع من دولة لأخرى، علماً بأن بعض الدول تضمن برامج الضمان فيها توفير الائتمان للأصول والموجودات الثابتة وتمويل رأس المال العامل معاً.

(٣) تقوم هذه البرامج على اقتسام المخاطر فيها بين البنك أوالمؤسسة المالية ومؤسسة الضمان، حيث تعمل على توفير الضمان للمشروعات ذات الجدوى الاقتصادية، التي لا يقدر أصحابها على الحصول على التمويل نظراً لعدم قدرتهم على توفير الضمانات اللازمة للحصول عليه.

(٤) تعمل هذه البرامج على تخفيف متطلبات البنوك والمؤسسات المالية المقدمة للقروض من متطلبات توفير الضمانات من قبل المقترض صاحب المشروع الصغير، الذي يكون غالباً عاجزاً عن توفير هذه الضمانات التي تكون غالباً تقليدية.

رابعاً : المشروعات الصغيره بعد الأزمه الأقتصاديه العالميه :

فكره المشروعات الصغيره والمتوسطه كما ذكرنا من قبل هي ليست وليده العصر أووليدة الأزمه الأقتصاديه العالميه و أنما هي موجوده من السبعينات في القرن الماضي وقد أثبتت المشروعات الصغيره و المتوسطه قدرتها علي التكيف مع جميع الظروف الأقتصاديه ولاسيما في فترات الركود الأقتصادي وذلك لعدة أسباب من أهمها :

١- أنها غير متمركزه في مكان واحد بل أنها منتشره في أنحاء الدوله

٢-قدرتها علي توليد قيمه مضافه و التقليل من تكاليفها الأستثماريه علي عكس المنشأت الكبيره التي تحتاج مدد زمنيه أطول للتكيف و التعديل من أستثماراتها

٣- بعدها عن أسباب الازمات الأقتصاديه.

٤- تتميز بالمرونه وقدرتها علي أعاده الهيكله .

أما مع حدوث الأزمه الأقتصاديه العالميه تشير الكثيــر مــن الدراســات البحثيــه الـــي أن المشروعات الصغيره هي أول الحلول التي يمكن من خلالها الخروج من تلك الأزمه ولكن لابــد من تغير الأنظمه المصرفيه و التي كانت اول من تضررت من الأزمه العالميه وتغيــر الهيكــل التمويلي المتبع وضروره التدخل و التعاون بــين القطــاع الخــاص و العــام للنهــوض بتلــك المشروعات .

ورغم ان يوجد أقتصاديون اقروا بضعف النظام المصرفي مصرمع التشديد فــي حــدود و شروط الأقراض الا لايمنع وجود بعض التدابير التي بدات تتاخذ في هذا المجال منها :

١- **بالنسبه للبنوك** : قيام البنوك بانشاء ادارات متخصصة مثل ادارات الامــوال، مخــاطر الائتمان بالاضافة الى ما شهدته فى عدم تمركز قرارات الائتمان فى يد اشخاص وتحويلها الـــى ادارات متخصصة فى هذا الامر.

بالنسبه للمشروعات الصغيره و المتوسطه 2-

فيوجد بعض البنوك التي قامت بالفعل بأنشاءأدرات لهذا القطاع ومنها البنك الأهلي الذي قام بانشاء مؤخرا ١٣ ادارة متخصصة فى تمويل وتسويق المــشروعات الــصغيرة والمتوســطة، بالاضافة الى تدريب العاملين على هذا التخصص ورصد ميزانية كبيرة لهذه الادارات من خلال تهيئة الفروع على كيفية التعامل فى تمويل هذا القطاع الحيوى .

اما بالنسبه للهيئة الأستثمار فسوف يتم انشاء صندوق لدعم تلك المشروعات تــابع لهيئــة الاستثمار رأسماله مليار جنيه ويتم تمويله بالتعاون بين القطاعين العام والخاص.

تقويم أثر المضاربة على دور بورصات الأوراق المالية في خدمة الاقتصاد الوطني

إعداد

الأستاذ الدكتور/ السيد عبد المعطى الطيبى

تجدر التفرقة أساساً بين المضاربة من أنه تعظيم دور البورصات فى خدمة الاقتصاد الوطنى, طالما كان ذلك فى اطار الحدود المعقولة والمقبولة , وبحيث لا يترتب عليه ارتفاع او انخفاض غير طبيعى فى أسعار الاوراق المالية المتداولة . أن المضاربة النافعة التى تعمل على تنظيم العارض والطلب فى السوق , وبالتالى فإنه لازم لاحياء البورصات.

اما النوع الثانى من المضاربة فانه يترجم فى شكل الممارسات السيئة وغير المسموح بها . طبقاً لنظم تشغيل الاسواق . انه المضاربة الضارة والمبالغ فيها والتى يجب ضبطها من خلال التطبيق الحازم والسريع للنصوص التشريعية التى تنظم سير أعمال السوق والرقابةعليه . ذلك بهدف عزل حركة المضاربة الضارة او غير الاقتصادية عن الاتجاهات الاستثمارية السليمة .

وذ نختتم سلسلة دراستنا لهذا الموضوع بهذا الجزء فإنه يكون من المناسب ان نتناوله فى عنصرين : الاول – تقويم أثر المضاربة الاقتصادية على دور بورصات الاوراق المالية فى خدمة الاقتصاد الوطنى . الثانى – نظمام التشغيل السليم للسوق كأسلوب لمعالجة المضاربة الضارة او غير الاقتصادية .

<u>أولا : تقويم أثر المضاربة الاقتصادية على دور بورصات الاوراق المالية فى خدمة الاقتصادج القومى :</u>

وذلك بتناول الجوانب الايجابية للمضاربة الاقتصادية والجوانب السلبية التى يمكن ان تنسب اليها تمهيدا لاستعراض اساليب معالجتها ..

<u>١-الجوانب الايجابية للمضاربة الاقتصادية</u>

لاشك انه لو تركت مجموعة الرغبات والتوقعات من جانب حملة الورقة وراغبى شرائها امام بعضها – البعض – فى سوق حرة – فان سعر الورقة يمكن ان يتحدد تلقائيا , تبعا لظروف العرض والطلب .

لكن اختلاف الدوافع لدى الفئات الاربع للمتعاملين (المضاربون المحترفون – المتأمرون – المضاربون الهواه – المستثمرون) وتغير هذه الدوافع تبعا لتغير العوامل الاساسية والفنية المؤثرة نعلى اتجاهات السوق من شأنه ان يجعل هذا امرا مستبعد الحدوث .

كذلك لو كان كل المتعاملين فى السوق من المضاربين المحترفين , لكان هناك ثبات نسبى فى الاسعار , حيث يكون التنبوء الدقيق هو أساس اتخاذ القرارات فى مجال تخطيط هؤلاء المحترفين لعملياتهم المالية فى السوق .

فالمضارب بالصعود يساعد على تنشيط السوق , اذ ا ما تعرض للركود . والمضارب بالنزول لا يقل عنه اهميه فهو الذى يوازن السعر بتدخله بالبيع ووقوفه اما المضارب بالصعود , ويمنع من تدهور الاسعار , وهو بذلك يعد عنصرا من عناصر الثبات المقبل للسوق .

ومن هنا , فان المضارب المحترف يحقق صالحه وصالح الاقتصاد القومى فى ان واحد . ولا غرور فى ذلك فالمضاربة الاقتصادية مزاياها , والتى من اهمها انها تعمل على توازن الاسعار فى الزمان والمكان كما أنها وسيلة للتحوط hedging فضلا عن انها تفضى الى اشراك عدد من المتعاملين فى المكسب والخسارة .

٢- الجوانب السلبية التى تنسب الى المضاربة الاقتصادية :

نؤكد فى البداية على ان كل من كان اساس عمله التنبؤ فهو مضارب , ولو لم يصل الى ما يحقق رغبته . وبالتالى فان فشل المحترف فى التنبؤ عند قيامه بالتخطيط لعملياته فى السوق , لا يغير من طبيعة عملية المضاربة الاقتصادية التى يهتم بالتخطيط لها .

اذ يحدث احيانا ما يؤدى الى عدم تحقيق توقعات المحترف ., نتيجة للعوامل الاساسية التى تنشأ خارج السوق وتؤثر على اتجاهاته , او نتيجة للعوامل الفنية التى تنشأ داخل السوق وتزيد من حدة تقلباته

هذا , ويمكن ارجاع الاثار السلبية التى تنسب للمضاربة الاقتصادية الى عاملين :

الاول : انه حينما تمتزج الفئات الأربع للمتعاملين فى سوق واقعية , فانه تحدث التقلبات فى الاسعار , وتتحدد درجة ومدى هذه التقلبات تبعا لمدى قوة كل فئة من فئات المتعاملين وسرعة حركتها .

الثانى : انه لما كان المحترف هو اول من يتحرك فى الشراء او البيع ويأتى بعد ذلك الاقل احترافا , فان الجمهور يتبع المحترفين . وعلى ذلك فانه اذا فشل تنبؤ المحترفين , فان السوق يشهد تقلبات عنيفة فى الاسعار .

ومن هنا فان حكم الجمهور فى مثل هذه الحالات على المضارب المحترف , بأنه يضر بالسوق , يكون على أساس , وعلى غير معرفة بحقيقة عمليات البورصات باغفاله لمزايا المضاربة الاقتصادية وتجسيده لاثارها السلبية .

٣- اساليب معالجة المضاربة الاقتصادية :" المضاربة بين التحريم والتنظيم " :

ليست كل مضاربة امر مرفوض وبالتالى فانه اذا كانت المضاربة الضارة او غير الاقتصادية امرا مرفوضا فان المضاربة الاقتصادية التى تعمل على تنظيم العرض والطلب فى السوق تعتبر امرا مقبولا بل ان هذا النوع من المضاربة يعد لازما لاحياء البورصات .

ونتيجة ذلك فقد اختلفت الاراء حول اساليب معالجة الاثار السلبية التى تنسب الى المضاربة الاقتصادية فبينما نجد ان هناك اراء تنادى بتحريمها , فان هناك اراء اخرى تنادى بتنظيمها , ابقاءا على ماللمضاربة الاقتصادية من مزايا.

الاراء المنادية بتحريم المضاربة :

تركز هذه الاراء على تحريم العمليات الاجلة على وجه العموم والابقاء على العمليات العاجلة

فقط .

ويتضح عدم صحة الأساس التى تستند إليه هذه الأراء من ان السوق الأجلة ليست هى المجال الوحيد للمضاربة ، بل أن المضاربة قد تجد لها مجالا أوسع فى البورصة العاجلة ، ومن الأمثلة البارزة على ذلك بورصة نيويورك .

أضف إلى ما تقدم ، ما كشفت عنه تجربة ألمانيا فى مجال تحريم المضاربة فى السوق الأجلة . ففى عام ١٨٩٦ صدر القانون المانع لعقود الأجال فى القمح والدقيق ، وسائر المحصولات الزراعية ... وكان الغرض من القانون القضاء على المضاربات فى بورصة البضائع . لكن الذى حدث أنذاك هو انعدام الضابط للأسعار فى البورصة العاجلة . وهكذا تقلبت الأسعار بعنف ارتفاعا وانخفاضا ، حيث اتخذت المضاربة مكانا لها فى البورصة العاجلة . وانتهت العاصفة بأن الغى المشروع الألمانى هذا القانون بقانون أخر فى عام ١٩٠٨ .

ومن واقع ما اسفرت عنه التجربة السابقة من عدم سلامة الأراء المنادية بتحريم العمليات الأجلة ، ظهرت أراء اخرى تنادى بقصر التحريم على العمليات الأجلة التى تنتهى بفروق الأسعار . لكن الأخذ بهذا الرأى إذا أصاب المضاربة السيئة ، فإنه يصيب المضاربة الحسنة ، ويقضى على مالها من مزايات أقتصادية . لذلك فإنه من العسير معالجة مساوئ المضاربة الأقتصادية بتحريمها كليا او جزئيا .

هذا ، ويجد المطلع على التطورات المستجدة فى أسواق الأوراق المالية العديد من الصور الفنية للعمليات المالية التى تقوم أساسا على المضاربة الأقتصادية . ومن بين هذة الصور حق خيار الشراء (Options)[(1)] .

فقد بدأ تداول حقوق الشراء هذة فى بورصة لندن الدولية للعمليات المالية الأجلة وسوق الأسهم فى لندن عام ١٩٨٥ . كذلك طرحت أسواق السندات الدولية أدوات مماثلة لحقوق الشراء مثل السندات القابلة للتحويل وضمانات الأسهم التى تعطى للمستثمر حق خيار شراء السندات بسعر محدد مسبقا . كما أن السندات ذات السعر العائم والتى يتم تحديد الحد الأعلى لقيمة كوبوناتها تعتبر فى حد ذاتها حق خيار شراء سعر فائدة ، ولكن بأجال استحقاق أطول من تلك التى يجرى التعامل بها فى الأسواق المالية .

وإذا كانت المضاربة الأقتصادية تشهد تطورا فى صورها الفنية بهدف تمكين المتعاملين من الإفادة من مزاياها ، فإن سجل المضاربة غير الأقتصادية حافل وشامل فى مجال التجديد والأبتكار . فالوسائل التى استنبطها المضاربون فى هذا المجال لا تقع تحت حصر ، مما يستوجب ضرورة البحث عن الأساليب المناسبة لعلاجها .

---

(1)وهذا يعطى المالك حق ، دون الألتزام بشراء او بيع (مستقبلا) أداه مالية بسعر محدد مسبقا ، خلال فترة محددة . ونظرا إلى أن مالكى حق خيار الشراء غير ملزمين بشراء أو بيع الموجودات ذات العلاقة ، فإنه يمكنهم الاستفادة من تحركات الأسعار التى تكون فى صالحهم . وإذا لم تكن الأسعار مواتية فإن خسارتهم ستنحصر فى الرسم الذى يدفعونة لشراء حق الخيار هذا .

ب) الأراء المنادية بتنظيم المضاربة :

بالنظر إلى امتزاج الفئات الأربعة للمتعاملين فى السوق فإن مختلف الطرائق التى يستخدمها هؤلاء المتعاملين تفضى إلى حدوث تقلبات فى الأسعار . ويصبح من الضرورى العمل على تجنيب الأتجاهات الأستثمارية السليمة (المبنية على أساس التنبؤ الدقيق سواء من جانب المحترف أو المستثمر) مساوئ المضاربة الضارة ، والمبالغ فيها . وهو الأمر الذى لا يتأتى سوى بضبط هذة المضاربة من خلال الإشراف الفعال على سير أعمال البورصة والرقابة المستمرة عليها . وذلك فى إطار تنظيم متكامل تسانده النصوص التشريعية اللأزمة .

إن هذا هو جوهر الأراء المنادية بعلاج المضاربة الضارة عن طريق التقيد بأسلوب السوق المنظمة والكاملة .

أما عن محتوى الأسلوب الذى تقترحة هذه الأراء ، فإنه يتمثل فى التمسك بالمفهوم السليم لنظام تشغيل البورصات فى التطبيق العملى .

ثانيا : نظام التشغيل السليم للسوق كأسلوب لمعالجة المضاربة الضارة أو غير الإقتصادية :

يمكن استعراض هذا المفهوم فى العبارات الأتية :

أن يتم التداول فى الأوراق المالية المقبولة للتداول والمقيدة فى السوق ، داخل قاعته ، عن طريق الوسطاء المرخص لهم العمل فى السوق . ذلك طبقا لطريقة التداول المختارة ، مع الالتزام ، كلما كان ذلك ضروريا ، بوحدات للتداول ، وبوحدات لتغير الأسعار ، والتى تحددها الهيئة المشرفة على السوق . على أن تتولى هذه الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التى تم تداولها فى كل من الاوراق المالية المقبولة للتداول ، وغير ذلك من المعلومات والبيانات التى تراها ضرورية لصالح المتعاملين.

ومن ذلك نجد ان نظام التشغيل السليم يستند الى اربعة اركان هى: قاعة التداول- الوسطاء – طريقة التداول – الهيئة المشرفة على السوق ، وهو ما يتم تناولة بالتحليل:

١- قاعة التداول:

وهى المكان النخصص للتداول ،وهناك أكثر من بديل فى هذا المجال، ومن البدائل التى كانت مناسبة ثم شملها التطوير، نظام القاعة الواحدة للتداول.

ويقتصر هذا النظام على قاعة واحدة للمتاجرة ومن أهم مزاياها توفير الفرصة الكافية لسلامة عمليات التداول. فأسعار الاسهم الناتجة من عمليات التداول فى ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن (equilibrium prices). حيث يكون كامل العرض وكامل الطلب لسهم ما فى لحظة ما ، ممثلا فى اية عملية تداول بالسوق.

ورغم مزايا هذا النظام، فإنه وجد ان ثغرة خطيرة تشويه. وتتمثل هذه الثغرة فى ان المعلومات يمكن اكتشاف وقائع المتاجرة غير المسموح بها بعد اتمام الصفقة.

لذلك فقد تم تطوير هذا النظام بحيث أصبح نظام التداول ممثلا فى نظام الكترونى متكامل للتداول والمعلومات.

Integrateg computer – based terminal traging & market information system.

ويتكفل هذا النظام بضبط الثغرات السابقة بشكل دقيق وسريع وفى زمن قياسى. وذلك من خلال البرامج المسبقة، مما يسهل مهمة التتبع الفورى لعمليات المتاجرة فى الاوراق المالية بكافة دقائقها، من حيث حجم التعامل، وتطور الاسعار، وغيرهما من المعلومات الاخرى.

وحيث يرتبط بهذا النظام كافة الوسطاء الذين يقومون بعملية التداول، فإنه يساعد على ضبط الممارسات غير المسموح بها ، وايقاف المتاجرة فى حالة وجود شك فى ورقة معينة الى ان يتم التاكد من سلامة الصفقة . وبالتالى يسهل إتباع هذا النظام من مهمه تطبيق قوانين ولوائح السوق

٢- الوسطاء المرخص لهم بالعمل فى السوق :

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم فى بيع أو شراء الأوراق المالية بالسوق .

وهناك خمسة مجالات لعمل الوسيط : وسيط بالعمولة – صانع الأسواق – مغطى لإصدار الأوراق المالية – بائع أو مروج للإصدارات – مستشار مالى للإستثمار فى الأوراق المالية .

لكن الأكثر توافقا مع متطلبات نظام التشغيل السليم هو مجال الوساطة بالعمولة ، بينما الأشد خطورة على نظام التشغيل هو مجال صانع الأسواق (Market Maker) حيث فى هذه الحالة ن يسمح للوسيط إلى جانب قيامة بأعمال الوساطة ، بإن يأخذ مراكز فى السوق لحسابه ، بمعنى أن يشترى ويبيع لصالح محفظته .

وحين تسمح بذلك نظم تشغيل بعض البورصات للوسيط ، فذلك بحجه أن قيامه بمهمه صانع الأسواق تضفى على السوق نشاطا وإستمرارية ، وتؤمن للمستثمر السيولة . لكن هذه الحجة تحتاج إلى مناقشة ، إذ لايمكن التسليم بصحتها تماما ، وفى كل الحالات . فقد وجدنا ، وعن قرب فى بورصات دول وسط وغرب أوروبا ، كيف يعمل الوسطاء كصانعى أسواق . ومن خلال دراسة ميدانية تم استبيان الكثير من الجوانب السلبية لدور الوسيط فى هذه الحالة . لذلك يكون الأجدر عند الأخذ بنظم التشغيل السليمة للأسواق التنبه إلى هذه الناحية – باستبعاد وبتحريم هذا المجال على الوسطاء – خاصة بالنسبة للدول النامية . فإذا كانت معظم نظم التشغيل تحرم على الوسيط الشراء أو البيع لحسابه أو لحساب أقربائه حتى الدرجة الأولى – وذلك على أحسن الفروض فمن باب أولى تحريم وظيفة صانع الأسواق على الوسيط .

٣- طريقة التداول :

وهناك طرقتان للتداول :

تم تداولها فى كل من الاوراق المالية المقبولة للتداول ، وغير ذلك من المعلومات والبيانات التى تراها ضرورية لصالح المتعاملين.

ومن ذلك نجد ان نظام التشغيل السليم يستند الى اربعة اركان هى: قاعة التداول- الوسطاء – طريقة التداول – الهيئة المشرفة على السوق ، وهو ما يتم تناولة بالتحليل:

الاولى: طريقة المفاوضة (Negotiation) أى إعلان أسعار العرض وأسعار الطلب لكل وسيط والتفاوض للوصول الى صفقة وقد تمكن خذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل

الثانيــة: طريقة المزاد العلنى (Auctioning) وقد تمكن هذه الطريقة من الوصول الى

احسن الاسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) وللمشترى أدنى سعر.

هذا، ويتم الاعلان عن الاسعار علنا، وينتهى التداول – أيا كانت طريقته – الى عقد العملية المالية التى يتحتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلى وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول وبالتالى فانه كلما ذادت عمليات المضاربة الضارة بامل تعاظم فرص الكسب السريع فى الأجل القصير كلما ذاد حجم التداول وسرعته وكان ذلك مؤشرا لاحتمالات تقلبان عنيفة فى أسعار السوق ومن هنا يجب على إدارة السوق أن تقوم بتحليل اتجاهات حجم التداول بالسوق بالنسبة للبيوع ايا كان نعها (عاجلة أم أجله)

وقد تستعين ادارة السوق ببعض الاساليب التنظيمية (ان لم تكن توجد فى قانون السوق) لتنظيم المضاربة فى السوق الاجلة ومن ذلك ما يلى:

الأسلوب الاول – تحديد حد أدنى لوحدة التداول (وهو الحد الادنى لعدد الاسهم الواجب لعقد الصفقة) وتحديد هذا الحد بعدد مرتفع من الاسهم الواجب التعامل عليها من شأنه أن يبتعد ع المضاربة فى البورصة الاجلة كل من لا يجد نفسة القدرة على تحمل هذه النتائج وتلك هى صور تنظيم المضاربة لابعاد غير المختصين عن هذا الميدان.

٤- <u>الهيئة المشرفة على سوق "إدارة السوق"</u>

وهى محور نظام التشغيل السليم فهى تقوم على تطبيق قوانين السوق التى تنظم الامور المتعلقة بالاركان الثلاثة للنظام والسابق شرحها والتى تبين منها بعض مهام هذه الهيئة

ومن أهم المهام الاخرى للهيئة ما يلى:

أ) <u>الرقابة على السوق الاولى:</u>

وفى ذلك بالزام كل شركة جديدتطرح اسهمه للاكتتاب العام بإصدار "نشرة إصدار" ومن شأن ذلك تضييق الخناق على شركات وهمية التى تظهر وتختفى بسرعة بعد سحب أموال الجمهور ذلك (القيد بالجداول المؤقت للأسعار) حماية للمستثمرين فيها الى حين قيدها بالجدول الرسمى للأسعار طبقا للشروط الخاصة بالقبول والادراج بالجدول الرسمى

ب) <u>وضع متطلبات الافصاح:</u>

عن تداول الاشخاص من الداخل لاسهم شركاتهم بوضع القيود المناسبة بالنسبة للمؤسسين مثل حظر تداول أسهم المؤسسين قبل مدة معينة أو حين إعلان نتائج مرضية عن الشركة لمدة معينة الى غير ذلك من القيود الاخرى

ج) <u>الرقابة على السوق الثانوى:</u>

من خلال نشر واشهار البيانات لمالية للشركات المقيدة بالجدول الرسمى بحيث تعد الشركة بيانات واضحة عن نشاطها مبنية على اسس مقبولة ومتعارف عليها لتعكس أوضاعها بشكل سليم.

وهذه المتطلبات هى إحدى مهمات المحاسبة والتدقيق الاساسية فالمحاسبة تحدد الاهداف وتضع الاسس المناسبة بينما التدقيق يمنح الثقة فى البيانات المالية التى تعدها الادارة وذلك بفحصها وفحص المستندات المؤيدة لها فحصاً دقيقا يساعد فى إعطاء رأى مهنى حولها . كذلك

فان توفير هذه المعلومات يساعد المستثمرين فى الاوراق المالية من المعلومات للوصول الى قائمة موحدة من الاسس والمعايير والمقاييس المحاسبية التى يجب اتباعها عند اعداد البيانات المالية للشركات وتدقيق تلك البيانات الامر الذى يتطلب تحقيق التفاهم بين معدى البيانات المالية ومدققيها والمحللين الماليين حول المفاهيم والاسس والفرضيات التى تنطوى عليها عملية اعداد هذه البيانات.

كذلك يجب أن تتخذ إدارة السوق إجراء المناسب لإزاء أى تحفظ مهم فى تقرير الحاسبات حول البيانات المالية للشركة المساهمة لتحرى أسباب هذا التحفظ وإزالة أسبابه.

د) تطبيق قوانين السوق:

ومن هنا تبدو ضرورة أن يواكب التطور الذى يحدث فى نمو السوق بتطور مماثل فى التشريعات والقوانين التى تحكمه أو على الاقل يكون هناك تشديد أو صرامه فى تطبيق القوانين الموضوعة وعلى الاخص بالنسبة لاحداث المجالس التأديبية وفرض العقوبات.

وأيا كانت طريقة تنظيم السوق فان مهمه الهيئة المشرفة على السوق من خلال قوانينه ولوائحه هى تحقيق السوق المنظمة التى تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة فى سعر السهم من صفقة الى أخرى وكذلك تجنب التحركات الكبيرة وغير المعقولة فى سعر السهم من صفقة الى أخرى وكذلك تجنب التحركات الكبيرة فى المستوى العام لاسعار الاسهم التى لا يأزرها حجم تداول مناسب من أجل تحقيق هذه المهام فان على مراقب السوق ان يتواجد فى قاعة التداول بصفة مستمرة خلال جلسات السوق وان يقوم باخطار مدير السوق بلمعاملات التى يثور النزاع بشأنها أو تكون غير مسموح بها إذا نجحت الهيئة المشرفية فى هذه المهمه فانه سوف تتحقق السوق العادلة التى لا توجد فيها الفرص للغش والتلعب بالاسعار واستغلال المعلومات .

وعلى الرغم من الاخذ بمبدألالتنظيم الذاتى لسوق الاوراق المالية بواسطة الهيئة المشرفة على السوق الإ أن ذلك يجب أن يسير جنباً إلى جنب مع إشراف الحكومة الذى يمارسه مراقب السوق " مندوب الحكومة فى السوق" وذلك الى جانب الاشراف الذى يمارسه هيئه عامة لسوق المال بالدولة للتأكد من حسن قيام السوق بوظائفه لتحقيق الهدف العريض لسوق الأوراق المالية كأحد مكونات سوق المال بالدولة.

مراجع الدراسة

- د. أحمد فؤاد شريف الاطار العام للخطة الاستثمارية اغرفة النقابية لسماسرة بورصة الاوراق المالية بالاسكندرية ١٩٥٨ م
- د. جميل أحمد توفيق، تخطيط الاستثمارت فى المؤسسات المالية الغرفة النقابية لسماسرة بورصة الاوراق المالية بالاسكندرية ١٩٨٥م .
- د.جميلاحمد توفيق الاستثمار وتحليل الاوراق المالية دار المعارف بمصر ١٩٦٣ م
- د.مقبل جميعى الاسواق والبورصات دار المعارف ١٩٥٤م
- د.صلاح الدين الصيرفى سوق الاوراق المالية كجزء من لجهاز الاقتصادى، الغرفة

النقابية لسماسرة بورصة الاوراق اللية بالاسكندرية ١٩٨٥م

- جوزيف ماكلافن الادارة والرقابة فى بعض البورصات العلمية مجلة النشرة الاقتصادية ادارة البحوث الاقتصادية وزارة المالية بالكويت السنة السابعة ١٩٨٣م
- أسواق الاوراق المالية فى البلاد العربية تنظيمها أدواتهـا وأوضـاع التعامـل فيهـا المؤسسة العربية لضمان الاستثار ١٩٨٥م
- مجلة البورصات العربية، الاتحاد العربى للبورصات العربية، العدد الثالث، أيلـول (سبتمبر) ١٩٨٥م

المؤتمر الدولى لتمنية أسواق المال القاهره ١٧ - ١٩ مايو ١٩٨٣ م

المستشار محمود فهمى استراتيجية تنمية سوق المال فى مصر ودور الهيئة العامـة لـسوق المال.

- مؤتمر الجمعية المصرية للإدارة المالية (بالاشتراك مع البنـك الاهلـى المـصرى)، القاهره ٤ - ٥ مارس ١٩٨١ م

المستشار محمود فهمى ، أسواق المال ورأس المال.

- La Bourse De Bruxelles, Plan General, 1960
- La Bourse De Bruxells, Reglement de Bourse de fonds et de change, 1956
- American Stock Exchange Inc>, Constitution and Rules, june, 1981
- Tokyo Stock Exchange, Listing of Securities Regulations, 1975
- What Every Investor Should know, A Handbook of the U.S. Securities and Exchange Commission, August, 1982.

بحث بعنوان

الاستخدامات المعلوماتية المستخدمة لدعم الاستثمار فى الأسهم المالية

Informatics uses that is used for supporting financial stocks investment

من إعداد

الدكتورة/ مها محمود طلعت مصطفى

مدرس بقسم الحاسب الآلي ونظم المعلومات بأكاديمية السادات

المستخلص

تناقش هذه الورقة موضوع الاستخدامات المعلوماتية التى يتم القيام بها لدعم التعامل مع مؤسسات إدارة الأصول المالية مثل شركات السمسرة فى الأوراق المالية، أو تبادل والاستفادة من المعلومات التى يتم تبادلها عبر شبكات الكمبيوتر فى تعزيز عمليات الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية وكذلك الاعتبارات التى يمكن أخذها فى الاعتبار عند تحديث نظم التعامل مع الأسواق المالية، أو شركات السمسرة للأوراق المالية بالبورصة المصرية وما يمكن أن يتم تطبيقه من إجراءات.

ومن خلال الدراسة يمكن وصف لهيكل الوظائف وطريقة التمويل خلال الاستثمار فى الأوراق المالية عن طريق التعرف على التجارب الأجنبية فى هذا المجال مع وضع بعض من الأمور الهامة التى يمكن أن تنطبق على اقتصاديات الدول العربية ومن ضمنها مصر التى تجتاز مراحل من الإصلاح الإقتصادى حاليا خصوصاً بعد الأزمة الاقتصادية العالمية ، مع التعرف على كيف يمكن للاستخدامات المعلوماتية أن تساهم فى التنبوء بحركة الأسعار للأوراق المالية، والسلوك داخل البورصة ، فطبقاً للتقدم فى التكنولوجيات المعلوماتية أمكن تحديد إستراتيجيات التجارة فى الأوراق المالية وتقوم هذه الدراسة بتحديد الخطوات المصاحبة للقيام بالأنشطة المختلفة المتعلقة بالتعامل مع الأسواق المالية من خلال النظم المعلوماتية، وفى النهاية تقوم الدراسة بتلخيص وصف للاستخدام الناجح للنظم المعلوماتية فى المؤسسات المختلفة.

مقدمة

استخدام التكنولوجيا المعلوماتية يتضمن:

١. متابعة المقالات الموجهة للمستثمرين الفرديين لتعريفهم بقواعد الاستثمار فى الأوراق المالية.

٢. تشجيع المستثمرون الجدد لممارسة إستراتيجيات المتاجرة فى الأوراق المالية بطريقة سليمة.

٣. معرفة أحدث الأخبار عن تمويل وتسعير الأسهم أو السندات.

٤. تقديرات المكاسب المتوقعة من الاستثمار فى الأوراق المالية.

حيث تزود استخدام التكنولوجيا المعلوماتية فى الاستثمار فى الأوراق المالية[١] طرق جديدة لما يلى:

١. معلومات الاستثمار على الإنترنت

٢. الأخبار المالية الحالية

٣. أسعار السندات المحلية

٤. الأدوات المتوفرة لمُساعَدَة المستثمرين في سوقِ السندات

٥. نصيحة الخبير الحرّ من خلال المنتديات المخصصة لذلك.

٦. فحص السهم وأدوات التقييم المتاحة له.

يعتبر الخطر الرئيسي للتجارة على الإنترنت أو عبر شبكات الكمبيوتر عموماً هو عدم توافر الأمن ضد المخاطر المتوقعة من الاستثمار فى الأوراق المالية

مخاطر الأوراق المالية

جميع الشركات تواجه مخاطر خلال تعاملاتها اليومية[٢]، ولكن التقليل من تلك المخاطر المحتملة هو من مهام إدارة المخاطر بالشركات ، وإعطاء قيمة أكثر للشركة ، يأتى من جعل الأشياء أو العوامل المؤثرة على العمل الأخرى ثابتة. بطبيعة الحال للحد من المخاطر فهذا يحتاج لمزيد من التكاليف.

عموماً فإن الأوراق المالية تعنى الأسهم والسندات وتنبع مخاطر الأسهم من التغيير المستمر فى سعرها فقد يتغير سعر السهم الواحد خلال الجلسة نفسها سواء بالزيادة أو بالنقصان

ولذلك يجب دراسة:

كيف تتطور أسعار الأسهم مع مرور الوقت؟

ومن خلال الإجابة على هذا السؤال يمكنك التوصل إلى ما هى مخاطر الأسهم

مخاطر الأسهم

تنبع مخاطر الأسهم من التغيير المستمر فى سعرها فقد يتغير سعر السهم الواحد خلال الجلسة نفسها سواء بالزيادة أو بالنقصان

كيف تتطور أسعار الأسهم مع مرور الوقت؟

يتم تقييم جميع أسعار الأسهم بناء على الأسعار الحالية التى تكون في نهاية جلسة التعاملات اليومية

أسعار الأسهم تعكس توقعات الأرباح للشركات وأرباح الأسهم ، وأسعار الفائدة فى البنوك سوق الأسهم تتفاعل مع سلسلة من التتابعات التى يمكنها قيادة المؤشر العام لبورصة الأوراق المالية، أسعار الأسهم لا يمكنها أن تكون فى زيادة باستمرار ولا فى نقصان باستمرار ولكنها تتأثر بالدورة الاقتصادية

حقائق عامة عن الأسهم

- السهم هو امتلاك جزء من حق الملكية بالشركة المقيدة بالبورصة

- الأسهم قد تساعد المستثمرين فيها على تحقيق أهداف مالية طويلة المدى
- أسعار الأسهم ترتفع وتنخفض
- الإدارة الجيدة للأسهم تقلل من المخاطر المصاحبة للاستثمار فى الأسهم
- تباع الأسهم في شكل أجزاء
- الأسهم هى وحدات فردية من الملكية
- حملة الأسهم هم المستثمرون الذين يشترون السهم
- حملة الأسهم يعتبرون شركاء فى رأس مال الشركة
- حملة الأسهم قد يحققون أرباح مالية أو قد يفقدون أرباح مالية

ما هى سوق الأوراق المالية

إنّ سوق الأسهم المالية هو مكان يتم فيه بيع وشراء الأسهم، أو السندات المالية أخرى. عندما يشتري المستثمر الأسهم في شركة فهو يكتسب ملكية مشتركة في تلك الشركة. في صفقات الأسهم يشترى الأشخاص تلك الأسهم لكي يكسبوا حصص على المال الذي استثمروه. بعض المزايا لشراء الأسهم على الودائع المصرفية أن الأموال تستخدم لتمويل الأسهم التى لها مسار تاريخي جيد لمدة طويلة. بالرغم من أن الأضرار لشراء الأسهم فى السوق تتقلّب في أغلب الأحيان والأسهم مهما تم ضمانها لابد أن يقلق المستثمر على كلّ المال المستثمرة فيها.

قبل اتخاذ القرار بأى نوع من الأسهم سيشتريه المستثمر، يجب عليه أن يقرّر ما نوع المستثمرين الذى يفضل أن يكونه. فهناك اثنان من أنواع المستثمرين:

النوع الأول هو التقنيون والنوع الثانى هو المبدئيون. المستثمرين التقنيون هم الذي يميلون إلى شراء وبيع الأسهم بسرعة جداً. هؤلاء المستثمرين لا يهتمّوا بالقيم الدفترية للسهم أو تحديد حصص الأسهم من رأس المال أو الدخل الممكن الحصول عليه من أرباح الأسهم بالرغم من أنّهم يدرسون تراكيب سعر هذا السهم بدقة. أما المستثمرون المبدئيون هم المستثمرين الذين يبحثون عن النمو الطويل الأجل في الشركة. ويعتبرون مثل هذه العوامل كأرباح الأسهم وحصص الأسهم من رأس المال والقيم الدفترية كعوامل تؤثر على تراكيب الأسعار للأسهم على المدى طويل الأجل لذا فهم يعرفون بأنّ السوق ستتقلّب ولكن على المدى الطويل فإن قيمة الأسهم ستتزايد.

قبل اتخاذ القرار على أى نوع من الأسهم سيشترى المستثمر، متى أنت تشتري أسهم هناك ثلاثة أنواع مختلفة التي يمكن الاختيار منها وهى : أسهم القروش، أسهم النمو والأسهم الناجحة. أسهم القروش هى أسهم من شركة ليس لها تقريبا فرصة فى التطوير والتحول إلى شركة كبيرة وهذه الأسهم تعتبر القيمة النقدية لها قليلة جداً. هذه الأسهم على سبيل المثال ستكون بقيمة محليّة ضئيلة مما لن يجعلها تدخل إلى السوق الكبيرة من القطاع الذى تنتمى إليه لكنها تعمل بشكل جيّد فى السوق المحلية. أسهم نمو الشركات وهى الأسهم التي لها إمكانية عالية لإنجاز النجاح العظيم، لكنّها يمكن أيضا أن تنطوى على استثمارات خطرة جدا لأنها غير مؤسّسة جيداً.

مثال على هذا النوع من الشركات هو أنه لو أحد الشركات إبتكرت منتج جديد قد يحدث ذلك تأثير كبير في السوق مثل حين قامت أحد الشركات بابتكار نوع وحيد من مواد البناء لا يقوم

بإنتاجه غيرها ارتفعت أسهم هذه الشركة وكان الارتفاع فى سعرها من المحتمل بشدة قبل ارتفاعها حين انتشرت الأخبار عن هذا الاختراع الذى ابتكرته. هذه الأسهم ستكون المستوى المتوسّط فى شراء الأسهم. إنّ الحدّ الأعلى من مستوى شراء السهم هو شراء هذه الأسهم الناجحة فور سماع تلك الأخبار عنها. هذه الأسهم من الشركات التى تعتبر راسخة جدا وليس لها تقريبا فرصة لأن تذهب إلى السقوط بشدّة.

البعض من هذه الأسهم ستكون من الشركات المتوسطة . وبالرغم من أن الأسهم الناجحة تعتبر أفضل الأسهم للاستثمار ولكن يمكن أيضا أن تصل إلى اسعار غالية جدا مما يصعب معه على الكثير من المستثمرين أن تشتري بضعة فقط من تلك الأسهم . في أغلب الأحيان عندما يصل سعر هذا السهم إلى قمته ، فقد الشركة صاحبة هذا السهم تقسيمه. عندما هذا يحدث ذلك يتلقى السهم أسهم أكثر لملاك هذا السهم مستثمر بالفعل. لكن عندما تقوم الشركة بتقسيم السهم إلى إثنان لكل واحد تصبح عدد الأسهم المتاحة فى السوق ضعف العدد مرّتين عن كمية الأسهم قبل التقسيم لكن قيمة ذلك السهم سوق تنخفّض فور عملية التقسيم إلى ٥٠ % من قيمتها قبل التقسيم. ويعكس هذا أن عدد الأسهم بالرغم من أنه وصل إلى ضعف عدد الأسهم في إلا أن قيمتها تصل إلى نصف قيمة الأسهم التى كانت مملوكة لديك قبل ذلك. على أية حال السهم المقسم معناه عدم فقد مالكه لأى من أمواله.

بعض العوامل التى قد تؤثر على أسعار الأسهم

معدل التضخم Inflation

من العوامل التى تؤثر على أسعار الأسهم هى معدل التضخم والذى قد يتمثل فى مقاييس التضخم غير المتوقعة والتغييرات في معدل التضخم المتوقع خلال فترات التضخم المختلفة

التضخم وأسعار الفائدة عموما يتحركان معا، فإذا كانت قدرة المستثمرين على التنبؤ بالتضخم ليست جيدة يمكن ربط أسعار الأسهم بأسعهار الفائدة فى البنوك فمعدلات التضخم وأسعار السندات تكون هناك علاقة طردية بينهما كما يكون هناك المزيد من التأثير على السندات الطويلة الأجل ويكون هذا التاثير غير مباشر وغير متناسق، كما يختلف تأثيره على مر الزمن

الناتج المحلي الإجمالي GDP

إن التغيرات في أسعار الأسهم ، قد تسبب كلا من التوازن فى الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الأسعار على التحرك في الاتجاه نفسه، فالزيادة في أسعار الأسهم سيرفع التوازن الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الأسعار في حين ان انخفاض اسعار الأسهم ستخفض كلا من التوازن فى الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الأسعار ، فكلا من أسعار الأسهم والناتج المحلى الإجمالى يؤثران فى بعضهما الآخر.

الحالة المالية للاقتصاد القومى Financial situation of the national economy

السياسة النقدية وسعر الفائدة Monetary policy and interest rate

علاقة عملة الدولة بالعملات الأخرى the Relationship of the country

currency to other currencies

توقع التغييرات فى معدلات تداول العملات الأجنبية هو أكثر صعوبة من توقع معدلات التغير فى أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية لأسباب عديدة. فقد تتدخل البنوك المركزية فى أسعار تبادل العملات، وعلى ذلك قد تتأثر أسعار الأسهم التى يشتريها الأجانب باستراتيجيات التدخل الحكومى فى التقلبات لأسعار العملات ففي المدى القصير فإن العملات الأجنبية يمكن تغطيتها. ولكن ذلك يحد من المخاطر الناتجة من التغيير فى أسعار صرف العملات في المدى الطويل ، والتى تخضع إلى الاتجاهات الرئيسية في مجال النقد الاجنبى ومساعدة المديرين على تحديد ما إذا كان ينبغي التوسع في الاستثمار فى الأسهم داخل الدولة أو خارجها .

التوقعات المبنية على نماذج إحصائية لأسعار الأسهم Expectations based on statistical models of stock prices

المعاملات فى الأسهم قد تتم طبقا للتوقعات التى يتوقعها المحللون الماليون والتى يمكنهم استنتاجها من خلال:

- البيانات عن أسواق الأوراق المالية وتشمل العطاءات وأسعار المعاملات ، وحجم التعاملات ، الخ.
- البيانات من خدمات المعلومات عن الأعمال والأحداث التي قد تؤثر على حركة الأسهم فى الأسواق

ففي الأسواق المالية يحاول المحللون وضع العديد من التوقعات ، والتى يمكن حسابها من خلال العديد من الثوابت الناتجة عن المعرفة التى يعرفها هؤلاء المحللون، والتى يمكن عن طريقها تحديد الثمن او السعر للسهم وغيرها من التنبؤات الأخرى التى يتم حسابها بناء على نظريات التحليل المالى

العديد من محللى حركة الأسواق المالية يمكنهم تجميع ونشر المعلومات عن كفاءة تلك الأسواق كما يمكنهم نشر تلك المعلومات فى وسائل الإعلام المختلفة ، وعندما يحدث ذلك ، نادرا ما يكون هناك أزمات للمساهمين وتتوقف دقة تلك التنبوءات على التوازن للمعلومات وتوقيتها ، وما إلى ذلك ، وكذلك وسائل نقل المعلومات لجمهور المساهمين (هناك قنوات كثيرة لنقل تلك المعلومات)

حساب أداء الأسواق المالية

الطريقة الجيدة التى يمكن بها حساب أداء الأسواق المالية يساعد على تحسين كفاءة الأسواق الأولية، والتى تتوقف على الكفاءة الإحصائية لنموذج التنبوء والقدرة على كسب التحليل للبيانات بناء على البيانات السابقة وكذلك الكفاءة المعلوماتية للنموذج المعلوماتى

المضاربة بين المساهمين على الأخبار الحالية Speculation among the contributors to the current news

فلقد فشلت العديد من النماذج الرياضية فى التنبوء بما قد يحدث للأسهم أو الأوراق المالية عموماً من تغييرات ناتجة عن مضاربة المساهمين على الأسهم طبقاً للأخبار الحالية.

المضاربات على الأسهم

تأتى المضاربات على الأسهم من خلال التتبع الكلى الحالى للحالة الاقتصادية وكيفية تسعير الأصول ،و قرارات إدارة المخاطر التى تتخذها المؤسسات والتى تتأثر أساساً بالأخبار عن الشركات التى يتم تداول أسهمها.

هناك صعوبة في تحديد الأسباب الحقيقية للمضاربات وعواقبها ، والأسباب للمشاكل التى قد تنتج عنها. فهى قد تتأثر أساساً بالمعروض من النقود وكذلك الطلب على السلع الاستهلاكية و الضغوط التضخمية وارتفاع معدل تأثير ها على أسعار السلع الأساسية ، وبالتالى أسعار الأسهم والسندات.

متابعة ما يحدث في الأسواق ، والمضاربات التى تقع على الخرائط الفنية فى السوق، والأعمال التجارية ، والبيانات الاقتصادية. والتى توفر قدر من العقلانية ، يمكن الاعتماد عليها عند اتخاذ قرار الاستثمار فى الأسهم ولكن يجب معها إدارة المخاطر الناتجة عن الاستثمار فى الأسهم باستخدام أدوات اتخاذ القرارات في مجال توزيع محفظة الوراق المالية وإدارة الأصول المالية

كفاءة الأسواق تعتمد على وسائل نشر المعلومات الخاصة بها ، فقد تتوقف المضاربات على طريقة نشر المعلومات عن الأسواق والتى ينشرها الذين يعرفون إلى أولئك الذين لا يعرفون، وهذه الأخبار قد تعتمد على الخبرة الشخصية للمحلل المالى فلا يمكن أن تعتمد فقد على القرارات الناتجة من تحليل البيانات الميدانية لأننا لا نعرف كيفية توزيع المعلومات بين المستثمرين.

فضائح الشركات. Corporate scandals.

تحدث فضائح الشركات غالباً ، بموافقة أو بمشورة المسئولين عن الرقابة المالية للشركات وهم المحاسبين ومدققي الحسابات أو المراجعين والمحامين ، والخروج عن القواعد الأخلاقية أو القانونية التى تحكم هذه الكيانات قد تؤدى إلى المبالغة في أرباح الشركات ، أو التقليل من ديون الشركات ، مما قد يؤدى إلى تضخم أسعار الأسهم في تلك الشركات سريعاً ولكن فور حدوث أى فضيحة لهذ الشركات تعود أسعار تلك الأسهم إلى النزول سريعاً.

وبعد حدوث الفضيحة ما هو متوقع حدوثه هو نزول سعر الأسهم للشركة، فعند النظر إلى الشركة على أنها شخصية اعتبارية وأنها تحمل نفس النوع من الحقوق والحريات التي يمكن إمدادها إلى الفرد ، فيمكن أن يتم إعادة النظر في الأساليب التي يمكن بها للشركات المساءلة القانونية . ويمكن أن يفرض على تلك الشركات نفس النوع من العقوبات التي يمكن يمكن فرضها على الأفراد. إذا كانت الشركة هي المدانة أمام المحاكم لانتهاك القانون ، ينبغي أن تحد من حريتها فى ممارسة أى نشاط تجاري لفترة من الزمن. في حال تكرار المخالفات ،ويمكن أن تؤدى العقوبات المتزايدة التى تتعرض لها الشركات مثل شطب أسمها من الأسهم المقيدة فى البورصة ولا يسمح لها بالتداول إلا فى سوق خارج المقصورة. في تلك الحالات التي تقوم فيها الشركة بفقد ثقة الجمهور لها، ممتا قد يؤدى إلى نزول سعرها

تتبع التغيير فى الأسواق العالمية Tracking the change in the global markets

عوامل أخرى قد تؤثر على أداء الأسهم

هناك العديد من العوامل التى قد تؤثر على أداء الأسهم المالى نذكر منها:

- الإنفاق الاستهلاكيConsumer spending النفط والسلع الأساسية ، Oil and commodities, أسعار الأصول Asset prices نمو المعروض النقدي Money supply growth أسعار الفائدة Interest rates، وعوائد السندات and bond yields

طبيعة الأعمال التجارية بالدولة State the nature of the business

- مخاطر السوق Market Risk
- الطلب على السلع الاستهلاكيةDemand for consumer goods
- مخاطر الاكتتاب Syndication risk
- المشاريع المشتركة
- التعاملات قبل وبعد طرح الأسهم للاكتتاب
- التداول اليومى للأسهم

التنبوء بحركة الأوراق المالية من خلال التكنولوجيا المعلوماتية

يتم استخدام نظم إدارة العلاقة بالمستهلك المتعاونة[٣] لتبادل المعلومات بين المستثمرين والمحللين الفنيين والتى يعتبر لها أهمية فى زيادة القيمة الناتجة عن الاستثمار المباشر عبر شبكات الكمبيوتر وكذلك فإن لها أهمية في شبكات الأعمال التى من المحتمل أن تزيد بسبب الانتقاد المستمر لسلاسل القيمة ليس فقط في صناعة الخدمات المالية، لكن في الصناعات الأخرى أيضا.

عند التنبوء بحركة الأوراق المالية من خلال التكنولوجيا المعلوماتية يتم فى البداية عمل تحليلات تصورية لما يمكن أن يحدث فى السوق[٤]، وذلك بناء على اتجاهات العمل السابقة وتعتبر التحليلات التصورية للتفاعل بين المشتري والبائع في الخدمات نادرة، خصوصاً في حالة القيام بها فى الأعمال المصرفية والخدمات المالية عموما.

وتعتبر عملية التنبوء بحركة السوق عملية صعبة وذلك لأن علاقة الأعمال المصرفية تعتبر معقّدة ومتضمّنة في تركيب كلي: للشبكات المصرفية،وكما أن هناك العديد من العوامل التى تؤثر على سعر السهم فى السوق والتى يصعب حصرها بأكملها لإدخالها فى النموذج الرياضى المستخدم فى التنبوء، ولكننا فى النهاية نجد أن التنبوءات بأسعار الأسهم التى تتم من خلال برامج الكمبيوتر الإحصائية المستخدمة لذلك تعتبر هى الأقرب للدقة من الأساليب الأخرى، ونسبة الخطأ فيها تكون غير معنوية.

أهداف البحث

١) تحديد الحاجة لتطوير طريقة إدارة الأوراق المالية طبقاً للتكنولوجيات المعلوماتية الحديثة.

٢) **التعرف على أشكال الاستخدامات المعلوماتية المستخدمة لدعم الاستثمار فى الأوراق المالية.**

٣) تحديد المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فـى التعـاملات فـى الأوراق المالية.

٤) تحديد طرق التغلب على المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية.

طبيعة وظواهر مشكلة البحث

تتمثل ظواهر مشكلة البحث فى مشكلة المخاطر المتعلقة الاسـتخدامات المعلوماتيـة فـى التعاملات فى الأوراق المالية، وكذلك الحاجة لبحث الطرق المختلفة لتطوير أساليب الاسـتخدام الآمن للتطبيقات المعلوماتية فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية والتعرف على أدوات التأمين ضد هذه المخاطر المتوقعة.

مشكلة البحث

أوضحت الدراسة الاستطلاعية أن الاستخدام المعلوماتية فى التعاملات المالية تـسهل مـن عملية التعامل مالياً فى الأسهم المالية حيث يمكن من خلالها الاستثمار عن بُعد، ولكن يقابل هذا سهولة التعرض للعديد من المخاطر الناتجة عن الاستثمار عن بُعد ، ويمكن تحديـد المـشكلات المرتبطة بالاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية فى النقاط التالية:

١- وجود العديد من المشكلات المتعلقة بنظم الدفع الإلكترونى.

٢- يمكن أن يتضمن تطبيق الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية إلى التعـرض إلى العديد من المخاطر المالية والسيكولوجية والتى قد تؤدى إلى انخفاض الأداء.

٣- وجود العديد من المخاطر الطبيعية والمالية وفقدان الوقت المتعلقـة بعـدم المعرفـة الكافيـة للمتعاملين مع سوق الأوراق المالية بكيفية الإستفادة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية.

وعلى ذلك يمكن تركيز مشكلة البحث فى:

"وجود عدة مشكلات تواجه المؤسسات نتيجة ظهور التكنولوجيات المعلوماتيـة الحديثـة للتعاملات المالية وعدم إدراك المتعاملين مع تلك المؤسسات لها وسهولة التعرض للعديد مـن المخاطر عند استخدامها ."

أهمية البحث

تنبع أهمية البحث من خلال دراسة بالاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية فى مصر وذلك للآتى :

١- عدم اهتمام الباحثين بالكتابة أو البحث فى مجال التكنولوجيـات المعلوماتيـة الحديثـة المستخدمة فى التعاملات المالية ، ومن ضمنها نظم نقل التمويل إلكترونياً.

٢- عدم الاهتمام من جانب العاملين الذين يعملون فى المؤسسات الماليـة بـالتعرف علـى المخاطر المصاحبة لتطبيقات واستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية.

٣- الحاجة إلى التعرف على طرق تأمين التعاملات المالية التى تتم بالمؤسسات والمتـضمن للاستخدامات المعلوماتية.

ويمكن تقسيم أهمية البحث إلى:

أولاً: المجال النظرى

تفتقر المكتبة العربية إلى إسهامات الباحثين فى مجال بالاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية، وبصفة خاصة فى التعاملات فى بورصة الأوراق المالية.

ثانياً: المجال التطبيقى

تعانى المؤسسات من عدة مشكلات ، مما يستلزم معه التفكير فى تغيير خطة العمل بها حتى يمكن التفكير فى إدارة طرق التمويل بها للمساهمة فى دعم تلك المؤسسات، وتطويرها سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لزيادة فرص النجاح بها.

وبناء على مشكلة البحث وأهميته يمكن وضع فروض البحث كما يلى:

فروض البحث

١- لا توجد علاقة جوهرية بين الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية بالمؤسسات، وبين نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات.

٢- لا توجد علاقة جوهرية بين تطبيق الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية ، وبين التعرض للعديد من المخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

منهج البحث

١- تجميع الإطار النظرى للبحث من خلال مراجعة المراجع والدوريات العلمية التى ناقشت موضوعات البحث.

٢- عقد المقابلات الشخصية بين المسئولين فى المؤسسات التى تستثمر فى الأوراق المالية للتعرف على طريقة العمل بها، وتنفيذ البرامج التى تخطط لاستخدام تطبيقات المعلوماتية فى إدارة أوراقها المالية.

٣- إعداد استمارة استقصاء وتوجيهها لعينة من العاملين فى المؤسسات التى تستثمر فى الأوراق المالية ، حيث تم اختيار عينة الدراسة على أساس الأفراد القادرين على إعطاء معلومات صحيحة فى مجال الدراسة لضمان سلامة اختبار الفروض.

الحاجة لتطوير طريقة إدارة الأوراق المالية طبقاً للتكنولوجيات المعلوماتية الحديثة.

تطوير نظم المعلومات بالأسواق المالية يحتاج لعمل كثير، وذلك لأنها تعكس المعايير والإجراءات والأهداف والآليات اللازمة لمتابعة تبادل المعلومات المالية إلكترونياً، وكذلك إستخدام الأموال الإلكترونية، وحتى يمكن الإستفادة من مشاركة المعلومات بين المحللين الفنيين والمستثمرين.

فإدارة الأموال مطلوبة من كل المنظمات بصرف النظر عن نوع المنتجات أو الخدمات التى تقدمها

وتعتبر سوق الأوراق المالية من أكثر الأشياء التى تحتاج إلى التطوير، كما أن الدور الإقتصادى الحيوى والتغيير فى المعلومات المالية المستمر يمكن ظهوره فى تبادل المعلومات من خلال النظم المعلوماتية والتى أدت إلى تطوير العديد من المعايير فللأسف هناك العديد من مجموعات المتلاعبين المختلفين يعملون طبقاً لمعايير مختلفة.

تقوم المنظمات فى الصناعة المالية بتشكيل نظم المعلومات المالية اللازمة لهم، وهم غالباً ما يطورون سياقات مختلفة ربما ينتج عنها تقديمات لنفس المعرفة وعلى الجانب الآخر عند صنع القرارات الإستثمارية فمن المهم للمعلومات أن يتم مشاركتها مع المشتركين فى عملية إدارة الأموال حتى تكون مفهومة لدى كلاهما.

أشكال الاستخدامات المعلوماتية المستخدمة لدعم الاستثمار فى الأوراق المالية

هناك العديد من الخدمات الخاصّة التى يمكن تزويدها من خلال النظم المعلوماتية نذكر منها:

١. خدمات الاتصال اللاسلكي عن طريق التليفونات المحمولة
٢. التسويق المباشر من خلال شبكات الإنترنت أو عن طريق التليفون المحمول
٣. إمكانية إقامة التحالفات والاتحادات المالية من خلال تعرف المستثمرين على بعضهم البعض من خلال الإنترنت

المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية

تنبع المخاطر الناتجة عن إستخدام تكنولوجيا المعلومات فى التعامل فى الأسهم والسندات المالية أساساً من تأمين المعلومات أو البيانات المالية، فقد يتعرض العديد من المتعاملين مع هذه المعلومات سواء كانوا من المؤسسات المالية أو المستثمرين للنصب والإحتيال نتيجة لإقتحام العديد من الهاكرز لشبكات الكمبيوتر تلك والتوصل لمعلومات حرجة قد تؤثر على التعاملات فى الأوراق المالية.

كما يمكن من خلال الطلب الوهمى على بعض الأسهم إلى الإرتفاع فى أسعارها بدون داعى، فبالرغم من أن إستخدام النظم المعلوماتية فى إدارة الأوراق المالية قد يؤدىة لزيادة كمية السيولة النقدية المتاحة للإستثمار، إلا أن الإستخدام العشوائى لهذه النقود قد يؤدى لأن تكون التعاملات أقل كفاءة

طرق التغلب على المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية

يمكن التغلب على المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية من خلال ما يلى:

- متابعة الأداء طويل الأجل للمعاملات المالية حتى يمكن توقع المخاطر المحتملة الحدوث والتخطيط المبدئى لكيفية التعامل مع تلك المخاطر.
- العمل على التركيز على توفير مدى أوسع من المعلومات التى تتضمن السياسات المالية المستقبلية
- تشجيع المؤسسات المالية على إستخدام نماذج التنبوء مثل نماذج المحاكاة المستخدمة فى التنبوء بالأسعار المستقبلية للأسهم المالية.
- فحص الآليات التى قد تؤثر على الأداء فى الأسواق المالية وتحديد كيف يمكن توفير الكفاءة والشفافية للتعاملات فى الأسواق لزيادة معدلات الثبات وتقليل إحتمالات حدوث الخطر.

تأمين الصفقات المالية Securing Financial Transactions

هناك العديد من الردود التنظيمية اللازمة لحماية النظم المالية من سوء الاستخدام من قبل مخترقى الشبكات أو الهاكرز° .مثال على ذلك التنوّع فى الاستثمار، وحماية السيولة النقدية، و

الإدارة الصحيحة للأسواق المالية والتى إذا كانت كفوء في امتصاص صدمات الهجمات من جانب مخترقى شبكات الكمبيوتر الذى يحاولون اختراق تلك الشبكات لمعرفة بيانات المستثمرين الشخصية وبالتالى النصب عليهم، ولمعالجة تلك الأزمة إدارياً يجب على المنظّمة الجيّدة تأمين شبكات الكمبيوتر لديها بالعديد من وسائل الحماية ضد الهاكرز ومن أهمها استخدام الجدران النارية ، firewalls ، وكذلك استخدام البروتوكولات الآمنة المخصصة لنقل التمويل إلكترونياً مثل Secure Sockets Layer Protocol.

كما يجب التأكيد على أهمية التخطيط الفعّال لاحتمالات حدوث الطوارئ بالسلطات والشركات المالية في تقليل مخاطر عرقلة عمليات الاستثمار التى قد تنتج من الهجمات التى يقوم بها مخترقى الشبكات أو الهاكرز .

نظم الدفع الإلكترونى

المخاطر المالية والسيكولوجية والتى قد تؤدى إلى انخفاض الأداء.

كيفية الاستفادة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية

إن الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية تتضمن العديد من الفوائد كما يلى:

فوائد التجارة فى الأسهم على الإنترنت

١. سهولة الاستعمال
٢. الدخول على الكميات الكبيرة من المعلومات
٣. الراحة فى التعامل مع السماسرة
٤. التكلفة المنخفّضة.

ولكنها أيضاً تنطوى على العديد من المخاطر كما يلى:

مخاطر التجارة فى الأسهم على الإنترنت

١. صعوبة تأمين التعاملات تماماً
٢. مخاطر المعلومات المتأخرة.
٣. السهولة النسبية للتجارة فى الأوراق المالية والتى تزيد من كمية التجارة عموما مما يؤدى لحدوث تغييرات سريعة فى الأسعار.

الدراسات السابقة

تم استعراض بعض الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة وترتيبها من الأقدم للأحدث كما يلى:

العنصر	البيان
المؤلف	Meri Meredith
العنوان	The Bloomberg Financial Markets Information Databases: A Simple Introduction to a Complex Financial System قواعد بيانات معلومات أسواق Bloomberg المالية: مقدمة بسيطة إلى نظام مالي معقّد
تاريخ ومكان	Volume: 25 Issue: -of Reference Services Review Journal

النشر	2 Page: 73 - 78 Year: Aug 1997
أهم الأهداف	- إنّ هدف هذه الورقة هو مناقشة الخدمة المالية التي كانت متوفرة لدى مؤسسات الاستثمار وسماسرة البورصة ومحاولة ملاقاة ما يتم في تلك المؤسسات مع ما هو موجود في العالم الأكاديمي.
أهم النتائج	وجدت هذه الورقة أن يتابع نظام المعلومات أخبارا حول الأنباء المالية العالمية ٢٤ ساعة يوميا ، ولمدة ٣٦٥يوم في سنة من خلال تبادلهم الحديث مع المحلّلين الخبراء الذين يشغّلون خطوط التليفونات في نيويورك ٢٤ ساعة يوميا. يمكن للمحلّلين الماليين أن يؤدّوا التحليلات على هذا النظام التي ليست متوفرة على أيّ نظام آخر. يمكن من خلاله متابعة الأسهم وأسواق السندات ومتابعة الأداء، والتثمين، والتحليل المقارن والتي يمكن أن تتم في الشركات، وكذلك عمل الأدلة، وتصنيف قطاعات الاستثمار.

تابع الدراسات السابقة

العنصر	البيـــــــــــان
المؤلف	Malte Geib, Lutz M. Kolbe, Walter Brenner
العنوان	CRM collaboration in financial services networks: a multi-case analysis تعاون إدارة العلاقة بالمستهلك في شبكات الخدمات المالية: حالة تحليل متعدّد
تاريخ ومكان النشر	Volume: −Journal of Enterprise Information Management . 19 **Issue:** 6 **Page:** 591 - 607 **Year:** 2006
أهم الأهداف	- إنّ هدف هذه الورقة هو تحديد الأمور الرئيسية والأنماط الناجحة من إدارة علاقة بالمستهلك التعاونية (CRM) في شبكات الخدمات المالية.
أهم النتائج	وجدت هذه الورقة أن الأمور الرئيسية لإدارة العلاقة بالمستهلك في شبكات الخدمات المالية للشركاء، والقيود السرية، تكامل عملية إدارة العلاقة بالمستهلك، وتبادل المعلومات مع العميل، وتكامل أنظمة إدارة العلاقة بالمستهلك. لتحديد هذه الأمور، شركات الشركة يجب أن توافق على المسؤوليات الواضحة في العمليات التعاونية. حيث تتطلّب قوانين الحفاظ على سرية البيانات بأنّ نقل بيانات العميل بين الشركات تتطلب الموافقة الواضحة للعملاء. ولتكامل العملية، يجب أن توافق الشركات على معايير العملية وهيكل تكامل مشترك. خدمات الويب والمعايير على الإنترنت يمكن أن يستعملا لتكامل النظم التنظيمية. تكامل البيانات يتطلّب تطوير نموذج البيانات المشتركة . أمّا العميل الوحيد أو مقابلة الخوارزمية المماثلة التي يجب أن تستخدم لدعم سجلات بيانات العميل بشركات المشاركة.

تابع الدراسات السابقة

العنصر	البيـــــــــــان
المؤلف	Yuanqin Li
العنوان	An empirical investigation to IT corporation using collocational networks method تحقيق تجريبي إلى منظومة تكنولوجيا المعلومـــات باســـتعمال طريقـــة الـــشبكات التجميعية
تاريخ ومكان النشر	**Volume:** 106 **Issue:** 3 – Industrial Management & Data Systems **Page:** 423 - 436 **Year:** 2006
أهم الأهداف	كان الهدف الأساسي من الدراسة هو دراسة كيف يمكن لطريقة الشبكات التجميعيـــة أن تستعمل لتحليل المحتويات النصّية المدرجة فى تقارير الشركات السنوية المكتوبة في الصين، في محاولة لتحديد حقائق خفية لم تصدر في قـــوائم بيانـــات الـــشركة المالية.
أهم النتائج	- استخدام طريقة الشبكات التجميعية على مدى واسع، ينطوى على بعض الحقائق الخفية حول قوائم الصينيون التى تم إدراجها فى حالة الشركة المالية التى يمكن تحديدها، والتي لم يتم وضع تقرير عنها في بيانات الشركة المالية المصدرة رسميا والتحديث المستمر لها.

نتائج الدراسة الميدانية

أوضحت نتائج الدراسة الميدانية أن الاستخدامات المعلوماتية فـــى التعـــاملات فـــى الأوراق المالية، يساعد فى حصول المؤسسة على ميزات أكثر ومنها إمكانية الاستثمار عن بُعـــد، ولكـــن بالرغم من ذلك فإن إدراكات العاملين فى تلك المؤسسات لهـــذه الطـــرق الجديـــدة فـــى القيـــام بالتعاملات المالية لا تعتبر كافية بالدرجة التى توفر الثقة فى تلك التعاملات، فهناك العديـــد مـــن المخاطر المرتبطة باستخدام هذه الطرق وكثرة التعرض لمخاطر الغش والسرقة، كما أتـــضح أن هناك مجموعة من العملاء تفضل التعامل بالطرق الجديدة ومجموعة أخرى لا تفـــضل التعامـــل بها، كما أنه نتيجة للاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فـــى الأوراق الماليـــة أمكـــن دعـــم الاتصال بالمؤسسة المالية عن طريق الإنترنت مما أتاح الفرصة للعديد من العملاء التعامل مـــع المؤسسات التى لم يكن من المتاح التعامل معها من قبل.

ومن دراسة وتحليل نتائج الدراسة الميدانية ومناقشتها تبين أن تطوير تطبيقات الاســـتخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية، له تأثير جيد على المؤسسات التى تستخدمها، ولكن يجب فى البداية تحديد توقعات المستهلكين وتفضيلاتهم و كيف يمكن توظيف التكنولوجيا الحديثة فى تلك المؤسسات لتلبية رغبات العملاء

التحليل الإحصائى المستخدم فى الدراسة

ينقسم التحليل الإحصائى إلى ثلاثة أقسام:

القسم الأول: يتناول القسم الأول تطوير الفروض وتصميم الدراسة.

القسم الثانى: يتناول المقارنات بين متغيرات الدراسة لدراسة العلاقـــات بيـــنهم، واختبـــار الفروض الإحصائية المتعلقة بالدراسة

القسم الأول: تطوير الفروض وتصميم الدراسة

التأثير المباشر الناتجة عن الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية

تصميم الفروض

تصميم الفرض الأول

وقد تم وضع هذا الفرض على أساس أن:

هناك تأثير مباشر ناتج عن الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية قد يؤدى إلى نجاح المؤسسات

وبناء على ذلك تم صياغة الفرض الأول كما يلى:

الفرض الأول

توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين الاستخدامات المعلوماتيـة فـى التعـاملات الماليـة بالمؤسسات، وبين نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات.

تصميم الفرض الثانى

وقد تم وضع هذا الفرض على أساس أن:

هناك تأثير مباشر ناتج عن الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية قـد يـؤدى إلـى احتمال التعرض إلى مخاطر

وبناء على ذلك تم صياغة الفرض الثانى كما يلى:

الفرض الثانى

توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين تطبيق الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية ، وبين التعرض للعديد من المخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

اختيار العينة

نظراً لأن مجتمع الدراسة كبير جداً للدرجة التى لا يمكن معها إتمام الاستقصاء لكل الممثلين لهذا المجتمع، لذلك تم اللجوء إلى أسلوب المعاينة والتى أشترط أن تختـار بعنايـة، ويمكـن أن تستخدم لتقديم المجتمع وتعكس العينة خصائص المجتمع الذى يتم أخذها منه.

وقد تم تصميم استمارة الاستقصاء طبقاً لأهداف البحث، لاختبار فروضه ثم تم اختيار عينـة من المؤسسات التى تقوم بالاستثمار فى الأوراق المالية، وتم توزيع الاسـتمارات علـى بعـض العاملين بهذه المؤسسات، حيث تم اختيارهم بطريقة عشوائية، وتم توزيع الاستمارات عليهم وقد تم الحصول على البيانات المطلوبة من الذين أجابوا على استمارات الاستقصاء، ويبين الجـدول التالى أنواع المؤسسات التى تم توزيع الاستمارات عليها:

جدول رقم (١) يوضح مؤسسات سمسرة الأوراق المالية فى عينة البحث مـصنفة طبقـاً لموقعها الجغرافى

م	موقع المؤسسة الجغرافى
١	محافظة القاهرة
٢	محافظة الجيزة
٣	محافظة حلوان

تصميم استمارة الاستقصاء

تطلبت الدراسة تجميع إجابات استمارات استقصاء للتعرف على أراء العاملون تجاه الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية لديهم. وتكونت استمارة الاستقصاء أربعة أقسام (كما هو موجود فى ملاحق البحث)

وقد شملت الاستمارة الأجزاء التالية:

١) **الجزء الأول**: وهو الجزء الخاص بالبيانات الخاصة بالمستقصى منهم وقد تم تقسيمها إلى:

- بيانات عن الإدارة أو القسم الذى يعمل به المستقصى منه.
- بيانات عن سنوات الخبرة.
- بيانات عن الوظيفة لمعرفة ما إذا كان إدارى أم فنى.
- بيانات عن أعلى مؤهل علمى، وقد تم تقسيمه إلى بكالوريوس، ماجستير، دكتوراه، أخرى
- بيان عن النوع.
- بيان عن العمر.
- بيان عن مجال العمل.

٢) **الجزء الثانى**: وهو عبارة عن الجزء الخاص بمجموعة أسئلة خاصة عن المشكلات التي يمكن أن الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية

٣) **الجزء الثالث**: يتناول الاستجابات والاتجاهات تجاه الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية

٤) **الجزء الرابع**: يتناول الاستجابات والاتجاهات تجاه نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات القائمة على الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية

٥) **الجزء الخامس**: يتناول الاستجابات والاتجاهات تجاه التعرض للمخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

القسم الثانى: التحليل الإحصائى للمتغيرات المحددة لموضوع الدراسة

يتناول هذا القسم تحليلاً إحصائياً لأهم المتغيرات المحددة للدراسة والمتمثلة فى الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية ، فقد بلغ حجم العينة ٦٤ حالة هى نتائج تفريغ بيانات ٧٠ استمارة،إستبعدت منها ستة إستمارات نظراً لعدم توافر الإجابات الكاملة بها، وقد كانت خصائص مفردات العينة كما يلى:

ويبين الجدول التالي عدد أفراد كل من العينات الموجودة فى عينة البحث ، فقد تم اختيار العينة بحيث تكون متماثلة بين كافة الوظائف والمؤهلات حتى يمكن المماثلة بين العينات ما أمكن.

جدول رقم (١)

يوضح أعداد كل من عينات البحث

المرحلة العمرية	موظفون				مؤهلات عليا	أخرى	مؤهلات بعد المرحلة الجامعية		المجموع الكلي
	باحثون	إداريون	فنيون	أخرى			دبلوم	أعلى	
٢٦-٣٠	٥	٢	١	١	٣	٦	–	–	٩
٣١-٣٥	٢	١	٣	٤	٦	٤	–	–	١٠
٣٦-٤٠	٢	٤	٢	٣	٦	٥	–	–	١١
٤١-٤٥	–	١	٢	١	٣	١	–	–	٤
٤٦-٥٠	–	٦	٢	٤	٦	٥	١	–	١٢
٥١-٥٥	–	٣	١	٣	٤	٣	–	–	٧
٥٦-٦٠	–	٢	٣	٣	٢	٦	–	–	٨
المجموع	٩	١٩	١٤	١٩	٣٠	٣٠	١	–	٦٤

اختبار فروض البحث

اختبار الفرض الأول

H_0 **الفرض العدم:** لا توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية بالمؤسسات، وبين نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات.

H_1 **الفرض البديل:** توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية بالمؤسسات، وبين نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات.

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام معاملات الارتباط اللا معلمية نظراً لأن البيانات تعتبر معلمية لأنها ناتجة عن استمارة استقصاء لدراسة العلاقة بين مجموع إجابات الجزء الثالث والجزء الرابع باستمارة الاستقصاء، لمعرفة ما إذا كانت العلاقة بينهم معنوية أم لا؟ وكانت النتائج كما يلى:

١. تم أستخدام معامل إرتباط كندال والذى يساوى ٠,٢٣٩ عند مستوى معنوية ٠,٠١ بمعنوية ٠,٠٠٦ بمعنى أن إحتمال حدوث خطأ يساوى ٦ فى الألف.

٢. تم أستخدام معامل إرتباط سبيرمان والذى يساوى ٠,٣٠٧ عند مستوى معنوية ٠,٠١ بمعنوية ٠,٠٠٦ بمعنى أن إحتمال حدوث خطأ يساوى ٦ فى الألف.

مما يعنى أنه توجد علاقة بين المتغيرين تساوى٢٣,٩% طبقاً لمعامل إرتباط كندال و ٣٠,٧% طبقاً لمعامل إرتباط سبيرمان وهذه العلاقة طردية لأن معامل الإرتباط موجب، كما تعتبر علاقة معنوية يمكن الأخذ بها.

ولذلك نقبل الفرض العدم ونرفض الفرض البديل.

اختبار الفرض الثانى

H_0 الفرض العدم: لا توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين تطبيق الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية ، وبين التعرض للعديد من المخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

H_1 الفرض البديل: توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين تطبيق الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية ، وبين التعرض للعديد من المخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام معاملات الارتباط اللا معلمية نظراً لأن البيانات تعتبر معلمية لأنها ناتجة عن استمارة استقصاء لدراسة العلاقة بين مجموع إجابات الجزء الثالث والجزء الخامس باستمارة الاستقصاء، لمعرفة ما إذا كانت العلاقة بينهم معنوية أم لا؟ وكانت النتائج كما يلى:

١. تم أستخدام معامل إرتباط كندال والذى يساوى -٠,٢٣٢ عند مستوى معنوية ٠,٠٥ بمعنوية ٠,٠٢٥ بمعنى أن إحتمال حدوث خطأ يساوى ٢٥ فى الألف.

٢. تم أستخدام معامل إرتباط سبيرمان والذى يساوى -٠,٣٠٥ عند مستوى معنوية ٠,٠٥ بمعنوية٠,٠١٤ بمعنى أن إحتمال حدوث خطأ يساوى ١٤ فى الألف.

مما يعنى أنه توجد علاقة بين المتغيرين تساوى٢٣,٢% طبقاً لمعامل إرتباط كندال و ٣٠,٥% طبقاً لمعامل إرتباط سبيرمان وهذه العلاقة عكسية لأن معامل الإرتباط سالب، كما أنها تعتبر علاقة معنوية يمكن الأخذ بها.

ولذلك نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل.

كما تبين من خلال الدراسة الميدانية ومن خلال حصر الأسئلة المفتوحة أن الفرص التى يوفرها استخدام التطبيقات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية بالمؤسسات كما يلى:

جدول يبين الفرص التى يوفرها استخدام التطبيقات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية بالمؤسسات، وتكرار الإجابة فى السؤال المفتوح رقم (١) فى استمارة الاستقصاء

م	الفرصة	التكرار
١	يمكن من خلالها زيادة فرص التوسع فى كمية الأموال التى تتم فى التعاملات التى تتم عبر الأسواق المالية.	٩
٢	تمكن شبكات الكمبيوتر من إدارة العمل بمؤسسات الأوراق المالية لنسبة كبيرة من التعاملات.	٦
٣	يمكن دعم تعاملات الأجانب فى البورصة من خلال شبكات الكمبيوتر.	٥
٤	زودت عملية أتمتة الأسواق المالية ودعمها بشبكات الكمبيوتر العديد من الخدمات التى لم تكن متوافرة من قبل وبمعدلات أفضل.	٣
٥	التمكن من تسهيل السماح للمشاركة المتزايدة من جانب المستثمرين الصغار.	٢
٦	توفير الوقت اللازم لمتابعة حركة الأوراق المالية بالبورصة بالمؤسسات المتعاملة مع مؤسسات الأوراق المالية من خلال شبكات الكمبيوتر	١
٧	تزود الاتصالات من خلال شبكات الكمبيوتر بيئة لتزويد ثقافة دائمة التغير عن أسعار الأسهم فى البورصة.	١

كما تبين من خلال الدراسة الميدانية ومن خلال حصر الأسئلة المفتوحة أن العيوب المصاحبة لاستخدام التطبيقات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية بالمؤسسات كما يلى:

جدول يبين العيوب المصاحبة لاستخدام التطبيقات المعلوماتية فى التعـاملات فـى الأوراق المالية بالمؤسسات وتكرار الإجابة فى السؤال المفتوح رقم (٢) فى استمارة الاستقصاء

م	العيب	التكرار
١	ظهور العديد من الضغوط التنافسية من الجهات الخارجية التى تسعى وراء الحصول على معلومات عن الشركات المنافسة لها.	٨
٢	يحتاج النظام إلى أخصائيين متعلمين ومدربين على دراية كاملـة بكيفيـة التعامل مع الشبكات وكيفية استخدام الكمبيوتر.	٧
٣	يحتاج النظام إلى التعامل المتزامن مع العملاء عند الدخول إلى الأسواق.	٦
٤	التوسع فى إستخدام شبكات الكمبيوتر يحتاج إلى التعـرف علـى الأنـواع المختلفة من الأدوات المتاحة لدى المتعاملين مع المؤسسة مـن أصـحاب أسهم أو عملاء.	٢
٥	الأسواق المالية تحتاج لتكامل بيئتها ليس فقط من حيث الاتصالات، ولكـن أيضاً من حيث الأحداث التى يتم نشر معلومـات عنهـا خـلال شـبكات الكمبيوتر.	٢
	صعوبة توفير أو دعم وسائل الأمان والخصوصية من خلال الشبكات.	١

كما تبين من خلال الدراسة الميدانية ومن خلال حصر الأسئلة المفتوحة أن الحلول المقترحة للتغلب على العيوب المصاحبة لاستخدام تكنولوجيات الصرافة الحديثـة ونظـم نقـل التمويـل إلكترونياً بمؤسسات سمسرة الأوراق المالية كما يلى:

جدول يبين الحلول المقترحة للتغلب على العيوب المصاحبة لاستخدام التطبيقات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية بالمؤسسات ، وتكرار الإجابة فى السؤال المفتوح رقم (٣) فى استمارة الاستقصاء

م	الحل المقترح	التكرار
١	يمكن الاستفادة من المعلومات المتاحة عن الأوراق الماليـة عـن طريـق استعراض المعلومات لحظة صدورها.	٧
٢	تقليل المخاطر من اسـتخدام الـشبكات أو التعـرض لمخترقـى النظـام الإلكترونى عن طريق أجهزة الحوائط النارية المخصصة لذلك.	٣
٣	العمل على التكامل ما بين عناصر الشبكة كلها الأخرى لضمان النجاح فى التعامل مع الأسواق المالية إلكترونياً.	٢

النتائج والتوصيات الخاصة بالدارسة

جدول يوضح كل نتيجة والتوصية الخاصة بها والقائم بالتنفيذ

م	النتيجة	التوصية الخاصة بها	القائم بالتنفيذ
١	أي تطبيق للاستخدامات المعلوماتية في إدارة الأوراق المالية لَمْ يكن مفهوماً أو موثوق به من قبل العاملين مما قد يسبب مشكلات في البداية.	يستلزم مع تطبيق نظام جديد للاستخدامات المعلوماتية في إدارة الأوراق المالية عمل دليل للرقابة ومتابعة العمل من خلال هذا الدليل.	إدارة الاستثمار
٢	لا يمكن تطبيق نظام للاستخدامات المعلوماتية في إدارة الأوراق المالية بدون مقاومة العاملين له.	يمكن أن يتم تطبيق النظم الجديدة للاستخدامات المعلوماتية في إدارة الأوراق المالية بشكل تدريجي حتى يمكن للعاملين تقبلها.	إدارة الاستثمار
٣	يظهر العائد على الاستثمار في الأوراق المالية مباشرة نتيجة للتحسين في النظم المعلوماتية بالمؤسسة.	العمل على إزالة كافة المعوقات والتحديات التي تواجه التحسين في النظم المعلوماتية بالمؤسسة	إدارة الحاسب الآلي
٤	يحتاج التخطيط لإنشاء النظم المعلوماتية وتنفيذها إلى ربط احتياجات العمل بها.	تطوير إطار عام للنظم المعلوماتية بالمؤسسات	إدارة الحاسب الآلي
٥	حتى يمكن التأكيد على إنجاز التعاملات المالية اليومية من خلال النظم المعلوماتية لابد من متابعة العمل مع المسئولين في المؤسسات المالية أولاً بأول.	القيام بتوفير وسائل الاتصالات المختلفة سواء السلكية أو اللاسلكية للتأكيد على إتمام القيام بالتعاملات المالية.	إدارة الحاسب الآلي
٦	تحديد الحاجات للنظم المعلوماتية يسهل من استخدامها.	تطوير تفهم الحاجات للنظم المعلوماتية في التعاملات المالية	إدارة الحاسب الآلي
٧	هناك العديد من الاعتبارات الواجب أخذها في الاعتبار عند استخدام النظم المعلوماتية في التعاملات المالية لضمان عدم التعرض لمخاطر ناتجة عن ذلك	التعرف على الاعتبارات الواجب أخذها في الاعتبار عند استخدام النظم المعلوماتية في التعاملات المالية.	إدارة الحاسب الآلي

المراجع

المراجع العربية

الكتب

١. إبراهيم أحمد الصعيدى- **دراسات فى نظم المعلومات المحاسبية والإدارية**- مكتبة عين شمس- القاهرة- ١٩٩٤.

٢. إسماعيل السيد-**نظم المعلومات لاتخاذ القرارات الإدارية**- الإسكندرية- المكتب العربى الحديث.

٣. حشمت قاسم- **دراسات فى علم المعلومات**-مكتبة غريب- القاهرة - ١٩٨٤.

٤. محمد السعيد خشبه- **نظم المعلومات**-دار المعارف- القاهرة-١٩٩٢ .

٥. محمد فهمى وآخرون- **الحاسب ونظم المعلومات الإدارية** - مطابع المكتب المصرى الحديث ١٩٩٣.

٦. منير محمود سالم - **نظم المعلومات والحاسب الإلكترونى**- دار النهضة العربية- القاهرة-١٩٨٠.

٧. ميشيل بورز وآخرين- **تطوير نظم معلومات الحاسب الآلى**- معهد الإدارة العامة- الرياض - السعودية- ١٩٨٨.

References foreign

Books

8. Debra Cameron – **security issues for the Internet and the world wide web**- Computer Technology Research Group. 1996

9. Denis Comer, Englewood Cliffs- **Information Systems Specification & Design Road Map**- Prentice Hall , 1986

10. E.Burton Swan son- **Information system Implementation** – USA – Richaes D. Irwin, Inc., 1988 .

11. Ian win Field-**Information Systems Series: Organization & Information Technology Systems**, Power & Job Design- London, Blackwell Scientific Pub. 1990

12. Mary Modahl- **Now or Never: How Companies must change Today to win the Battle for Internet Consumers**- Harper Business- 2000

13. Mohan Nair- **Activity – Based Information systems: An Executive's Guide to Implementation** – John Wiley & Sons- 1999

14. Ralph H. Spraghe & Hugh J. Watson – **Decision Support Systems: Putting Theory into Practice** – 3rd edition – USA- Prentice – Hall inc., 1993

Periodicals

15. Anusha Ghari, Peter Blair Henry- **Firm specific information and the efficency of investment**- national Bureau of Economic research may2006.

16. Ashish Kothari, Joseph Lackner - A value based approach to management - Journal of Business & Industrial Marketing - **Volume:** 21 **Issue:** 4 **Page:** 243 – 249 - **Year:** 2006

17. Byron Reimus – **The IT system that couldn't Deliver** – Harvard Business Review May- June 1997 pages 22-23

18. Chris Davison - **Funds of funds - an industry in transition** – Alt Assets 19/02/2003.

19. Daniel Ben-Ami - Risk aversion: the driver of the financial markets – **Journal of Balance Sheet - Volume: 9 Issue: 2 Page:** 24 – 25 - **Year: Jun 2001**

20. Daniel Ben-Ami - **Risk aversion: the driver of the financial markets** - Balance Sheet Journal Volume: 9 Issue: 2 Page: 24 - 25 Year: Jun 2001.

21. David Clementi - Financial markets: implications for financial stability – **Journal of** Balance Sheet - **Volume:** 9 **Issue:** 3 **Page:** 7 – 12 **Year:** Sep 2001.

22. David Ng - The impact of corruption on financial markets – **Journal of** Managerial Finance - **Volume:** 32 **Issue:** 10 **Page:** 822 – 836 - **Year:** 2006

23. Dominic Dudlly- **.com renewed Interest**- New Media Age- 15 November 2001 – pages 41-44

24. Edward Stringham, Peter Boettke - Brokers, bureaucrats and the emergence of financial markets - **Volume:** 30 **Issue:** 2 **Page:** 57 – 71 - **Year:** Feb 2004

25. Giampaolo Gabbi - Measuring liquidity risk in a banking management framework – **Journal of** Managerial Finance - **Volume:** 30 **Issue:** 5 **Page:** 44 – 58 - **Year:** May 2004

26. Jane M. Kolodinsky, Jean M. Hogarth, Marianne A. Hilgert – **The adoption of electronic banking technologies by US consumers** – The international Journal of bank marketing Vol.22 No. 4 pages 238-259 Year 2004.

27. Joao F. Proença, Luis Mota de Castro - Cross boundary relationships in Portuguese banking and corporate financial services – **Journal of** International Journal of Bank Marketing - **Volume:** 18 **Issue:** 7 **Page:** 338 – 346 - **Year:** Dec 2000.

28. Kimberly Hedley, Jhn White Cornaic Petit dil-de la Roche, Sunny Baerjes – **Banking 2015: A classic strategy battle of scale vs. Focus** – Journal of strategy &leadership vol. 34 issue 3 pages 51- 58 year 2006.

29. Malte Geib, Lutz M. Kolbe, Walter Brenner - CRM collaboration in financial services networks: a multi-case analysis - **Volume:** 19 **Issue:** 6 **Page:** 591 – 607 **Year:** 2006

30. Meri Meredith - The Bloomberg Financial Markets Information Databases: A Simple Introduction to a Complex Financial System - **Journal:** Reference Services Review - **Volume:** 25 **Issue:** 2 **Page:** 73 – 78 - **Year:** Aug 1997

31. R. Barry Johnston, Oana M. Nedelescu - The impact of terrorism on financial markets - Journal of Financial Crime - **Volume:** 13 **Issue:** 1 **Page:** 7 - 25 **Year:** 2006

32. Suk –ching Ho, Chi – Fai Chan , Dan – lin Hsu – **new banking technology in Hong Kong** – International Journal of bank marketing vol.8 no.6 Dec 1990.

33. Teare, Diane – Designing Cisco networks Indianapolis – Cisco press July 2006.

34. Thirachai Phuvanatnaranubala – Globalisation Financial Markets and the operation of monetary policy: the case of Thailand - in BIS Working Paper No. 23, Globalisation and Monetary Policy in Emerging Markets, May.

35. Thomas Glassner, Tom Keller mann- **Transaction public policy issues** – June 2002 – the world Bank .

36. Yasuo Matsushita - **Recent Financial and Economic Conditions in Japan** - December 12, 1997.

37. Yuanqin Li - An empirical investigation to IT corporation using collocational networks method - **Journal:** Industrial Management & Data Systems - **Volume:** 106 **Issue:** 3 **Page:** 423 - 436 **Year:** 2006

38. Yuanqin Li - **An empirical investigation to IT corporation using collocational networks method** - Industrial Management & Data Systems Journal Volume: 106 Issue: 3 Page: 423 - 436 Year: 2006.

Selected Internet resources

39. www.agilentcom/about/risk.html-**Risk factors**

40. www.mailbase.ac.uk/lists/bcs-nci/1998-03/0032.html – Innovative Internet Information systems (IIIS-98)

41. source:www.harcourtcollrge.com/infosys/london/student/researches

Footnote

[1] Jeff Madura - International Financial Management - South-Western Pub, 2009

[2] Didier Sornette - **Why stock markets crash: critical events in complex financial systems** - Princeton University Press, 2003

[3] Malte Geib, Lutz M. Kolbe, Walter Brenner - **CRM collaboration in financial services networks: a multi-case analysis** - Volume: 19 Issue: 6 Page: 591 – 607 Year: 200

[4] Joao F. Proença, Luis Mota de Castro - Cross boundary relationships in Portuguese banking and corporate financial services – **Journal of** International Journal of Bank Marketing - **Volume:** 18 **Issue:** 7 **Page:** 338 – 346 - **Year:** Dec 2000.

[5] R. Barry Johnston, Oana M. Nedelescu - The impact of terrorism on financial markets - Journal of Financial Crime - **Volume:** 13 **Issue:** 1 **Page:** 7 - 25 **Year:** 2006

" الأزمة المالية العالمية و أثرها على السياسات السكانية "

د. محمد أحمد الخولي

مدرس بقسم الرياضيات والإحصاء والتأمين

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مقدمـــة:

يشهد الاقتصاد العالمي أخطر أزمة مالية واقتصادية منذ الكساد الكبير، التي لا تـزال تهـدد قدرة العديد من سياسات الدول المستهدفة لمواجهة قضايا السكان مثل الفقر والجـوع والمـرض والتنمية البشرية والمستدامة. فعندما بدأت الأزمة تتعمق، أصبح شدة تأثيرها على الدول الناميـة يزداد سوءاً بسرعة، لاسيما من حيث ارتفاع معدلات البطالة واتساع الفجوة التمويلية خارجيـاً، وقد ساهم الانخفاض الحاد في تدفقات التجارة الدولية، وانهيار فـي أسـعار الـسلع الأساسـية، وانخفاض في السياحة الدولية وترشيد التحويلات المالية إلى تدهور كبير في موازين المعـاملات الجارية لدي العديد من الدول النامية وسياساتها السكانية المستهدفة.

وفي ظل الأزمة المالية العالمية فقد فوضت الأمم المتحدة قمة زعماء العالم التي عقدت فـي حزيران / يونيو في ديسمبر ٢٠٠٨ في الدوحة ، قطر لمتابعة المؤتمر الدولي للتمويل من أجـل التنمية وقد طلبت الدول الأعضاء من الجمعية العامة تنظـيم اجتمـاع علـى أعلـى مـستوى (http://www.un.org/ga/econcrisissummit). لذا تلقي ورقة العمل الحالية الضوء على أهم التحديات والمعوقات التي تواجه تنفيذ السياسات السكانية المستهدفة بهدف تحقيـق معـدلات النمو الاقتصادي والديموجرافي المرغوب فيها على مستوى دول العالم وفي مصر بصفة خاصة.

أهداف ورقة العمل:

تهدف ورقة العمل إلى تحليل أثر الأزمة المالية وتداعياتها على وجود التحديات التي تعـوق تحقيق السياسات السكانية المستهدفة في مصر وتقويض فرص تحقيقها ولاسيما السياسات التـي تسعى إلى تحقيق مستوى الإحلال عام ٢٠١٧م وهو طفلين لكل أسرة والتقدم نحو أهداف الألفية بحلول عام ٢٠١٥م، بالإضافة إلى تحديد أهم الفرص التي يمكن الاستفادة منها في ضوء الاهتمام العالمي بقضايا السكان ومحاولة معالجة الآثار الناتجة عن أسباب الأزمة المالية العالمية.

أهمية ورقة العمل:

إفادة متخذي القرار وواضعي السياسات الاقتصادية والسكانية في مصر لإعـداد وتـصميم البرامج المناسبة من خلال الوقوف على أهم الفرص والتحديات ونقاط القوة والـضعف لتحقيـق الأهداف المستهدفة في ظل الأزمة المالية العالمية، واقتراح الحلول المناسبة التـي تـساعد فـي تحقيق المستهدف وتوجيه البرامج المناسبة للوصول إلي التنمية المنشودة للسكان.

المنهجية المستخدمة :

تعتمد ورقة العمل على منهجية SWOT من خلال تحديد نقاط القـوة والـضعف والفـرص والتحديات في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية على تحقيق السياسات السكانية المستهدفة فـي

مصر ولاسيما المتعلقة بمستويات الخصوبة المستهدفة (طفلين لكل أسرة)، ومدى الوفـاء بتلبيـة أهداف المنظمات العالمية المعنية بشئون السكان والتنمية ولاسيما أهداف الألفية للأمـم المتحـدة بحلول عام ٢٠١٥م.

الأزمة المالية العالمية والسكان:

بدأت إرهاصات الأزمة المالية العالمية في الظهور حين تدهور الاقتصاد الأمريكي ثم أعقبه الاقتصاد الأوربي والياباني وبدأت تنعكس أثارها السلبية على كافة دول العالم والتي منها مـصر حيث أثرت الأزمة على اقتصاد الدول في قطاعاته التمويليـة المختلفـة وميـزان المـدفوعات والموازنة العامة للدولة. وكان من أهم مظاهر هذه الأزمة المالية العالمية على سبيل المثال وليس الحصر سرعة سحب الإيداعات من البنوك وقيام العديد من المؤسسات الماليـة بتجميـد مـنح القروض للشركات والأفراد خوفًا من صعوبة استردادها مع نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفـي جميـع نواحي الحياة؛ فضلاً عن انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وانخفاض مـستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدا وضمانات مغلظة وانخفاض المبيعات، ولاسـيما فـي قطـاع العقارات والسيارات وغيرها؛ بسبب ضعف السيولة، بالإضافة إلى ازديـاد معـدلات البطالـة وازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات وانخفاض معـدلات الاسـتهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار، وهذا أدى إلى مزيد من: الكساد، والبطالة، والتعثـر، والتوقـف، والتصفية، والإفلاس.

وقد أشار تقرير الأمم المتحدة إلى إن نمو الاقتصاد العالمي سيتباطأ إلـى ١% فـي ٢٠٠٩ بفعل تأثير الأزمة المالية العالمية وحث تقرير "وضع وآفاق الاقتـصاد العـالمي ٢٠٠٩" الـذي صدرت نسخة مبكرة منه في مؤتمر للتنمية بالدوحة ٢٠٠٩م على ضرورة إيجاد برامج تحفيـز عالمية منسقة للحد من تأثير التباطوء في اقتصادات الغرب على الدول الفقيرة، وكانت معـدلات النمو الاقتصادي العالمي في حدود ٣,٥% إلى ٤% في الفترة من ٢٠٠٤ إلـى ٢٠٠٧ ويقـول التقرير أن المناخ الاقتصادي للدول النامية تدهور بشكل حاد، ومعظم الاقتصادات المتقدمة دخلت في ركود خلال النصف الثاني من ٢٠٠٨ وانتقل هذا التباطوء الاقتصادي إلـى الـدول الناميـة واقتصادها في عام ٢٠٠٩ (عبد المعبود، داليا، ٢٠٠٩).

وقد أثرت هذه الأزمة المالية العالمية سلباً على جميع الدول، ولاسيما الدول النامية، وهددت سبل العيش ورفاهية وفرص التنمية لملايين من السكان، وهذه الأزمة أدت أيضا إلـى تكثيـف الجهود الرامية إلى إصلاح وتعزيز النظام المالي الدولي، والتحدي الذي يواجه دول العالم هـو ضمان أن تكون الإجراءات والاستجابات للأزمة تتناسب مع حجمها وعمقها مع إيجاد التمويـل الكافي وتنفيذه على وجه السرعة بشكل مناسب ومنـسق دوليـاً (United Nations, DESA, 2009) وترتبط هذه الأزمة بأزمات أخرى متشابكة متعددة وتحديات عالمية تواجه دول العـالم مثل زيادة انعدام الأمن الغذائي، وتقلب أسعار الطاقة وأسعار السلع الأساسية وتغير المناخ، فضلا

عن عدم التوصل إلى نتائج حتى الآن في المفاوضات التجارية المتعددة الأطراف وفقدان الثقة في النظام الاقتصادي الدولي.

الانكماش الاقتصادي العالمي هو أعمق بكثير من التقديرات الأولية، ومن المتوقع أن يكون الانتعاش تدريجي ومتنوع في حين أن بعض البلدان لا تزال تواجه إيجابية على الرغم من بطء النمو الاقتصادي بكثير عما كان عليه، وآخر تقديرات للأمم المتحدة تشير إلى أن الناتج العالمي سينخفض بنسبة ٢,٦% في عام ٢٠٠٩، وهو أول انخفاض من نوعه منذ الحرب العالمية الثانية، وهي بالتالي تعتبر أزمة تهدد بعواقب مأساوية للتنمية البشرية.

فملايين السكان في ظل الأزمة المالية الراهنة في جميع أنحاء العالم فقدوا وظائفهم، ودخلهم ومدخراتهم ومنازلهم. وقد قدر البنك الدولي إلى أنه أكثر من ٥٠ مليون شخص قد اضطروا للنزوح نحو الفقر المدقع، ولاسيما النساء والأطفال. كما أشارت منظمة الأغذية والزراعة التابعة للأمم المتحدة إلى أن الأزمة ساهمت في زيادة عدد الجياع والذين يعانون من نقص التغذية في جميع أنحاء العالم حيث ارتفع عددهم إلى أعلى مستويات تاريخية بلغت أكثر من مليار شخص (United Nations, DESA, 2009).

أسباب الأزمة المالية العالمية:

إدارة الأزمة المالية والاقتصادية تكون معقدة ومتعددة الأوجه. ويعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة هو أنها كانت مرتبطة بنظم مالية هشة بها اختلالات ساهمت في عدم كفاية الأداء للاقتصاد العالمي. ومن العوامل الرئيسية الكامنة في الوضع الراهن أنها اشتملت على سياسات اقتصادية كلية غير متسقة ومنسقة بشكل كاف وعدم كفاية الإصلاحات المتطورة، مما أدى ذلك إلى نتائج لا يمكن تحملها للاقتصاد الكلي العالمي. وأدت هذه العوامل إلى فشل رئيسي في النظام المالي والإشراف والرقابة على القطاع المالي، وعدم كفاية المراقبة والإنذار المبكر. وهذه الإخفاقات التنظيمية زادت نتيجة الاعتماد المفرط على التنظيم الذاتي للسوق، والافتقار العام للشفافية والنزاهة المالية والسلوك غير المسؤول مما أدت إلى الإفراط في المخاطرة، وبالتالي أصبح لا يمكن تحمل ارتفاع أسعار الأصول، والاستفادة من مستويات عالية من الاستهلاك التي يغذيها الائتمان وأسعار الأصول المتضخمة (United Nations, DESA, 2009).

ويعتبر أيضاً من أسباب الأزمة المالية فشل المنظمين الماليين، وواضعي السياسات والمؤسسات المالية لتقدير القياس الكامل لمخاطر النظام المالي أو معالجة مدى ضعف النمو الاقتصادي المتزايد وروابطه عبر الحدود المختلفة للدول، كما قد ساهم عدم كفاية التركيز على التنمية البشرية العادلة على التفاوت الكبير بين الدول والشعوب إلى تفاقم الأزمة، ومن مواطن الضعف الأخرى هي طبيعة النظام المالي العالمي التي أسهمت أيضا في تلك الأزمة الحالية، وبالتالي ظهرت الحاجة إلى مزيد من التدخل الحكومي الفعال لضمان التوازن المناسب بين السوق العالمي والمصلحة العامة للسكان داخل كل دولة.

السياسات السكانية المستهدفة:

أهم ما يميز تقرير التنمية البشرية عام ٢٠٠٥م أنه جاء لتقييم التقدم نحو أهداف التنمية للألفية

ويسعى إلى قياس مقدار الفوائد الممكنة لإنجاز هذه الأهداف الإنمائية بحلول عام ٢٠١٥م، وقد تمثلت هذه الأهداف الثمانية فيما يلي:

- الهدف الأول: استئصال الجوع والفقر الشديدين. بإنقاص نسبة الذين يعيشون بأقل من دولار واحد في اليوم، ونسبة سوء التغذية إلى النصف.
- الهدف الثاني: تحقيق شمولية التعليم الابتدائي. بضمان تمكن جميع الأطفال من إكمال التعليم الابتدائي.
- الهدف الثالث: تعزيز المساواة الجنوسية وتمكين النساء من حياتهن. من خلال إزالة التفاوت بين الجنسين في التعليم الابتدائي والثانوي.
- الهدف الرابع: تخفيض نسبة وفيات الطفولة. من خلال إنقاص نسبة وفيات الأطفال دون الخامسة بمقدار الثلثين.
- الهدف الخامس: تحسين صحة الأمومة. من خلال تخفيض معدل الوفيات إبان الحمل والوضع بمقدار ثلاثة أرباع.
- الهدف السادس: مكافحة فيروس نقص المناعة البشرية (الإيدز/السيدا) والملاريا وأمراض أخرى. من خلال وقف نهائي لانتشار فيروس نقص المناعة والبدء في تقليص هذا الانتشار.
- الهدف السابع: ضمان الاستقرار أو الاستدامة البيئية. من خلال إنقاص نسبة المحرومين من فرصة مستديمة للحصول على مياه الشرب المأمونة والصرف الصحي الآمن.
- الهدف الثامن: تطوير شراكة عالمية شاملة للتنمية. من خلال إصلاح أنظمة المعونات والتجارة، مع معاملة خاصة لأفقر البلدان.

كما قد تمثلت أهداف السياسة القومية للسكان بالنسبة لجمهورية مصر العربية وبما يتفق مع متطلبات أهداف و سياسات المنظمات الدولية المعنية بشئون السكان والتنمية في الآتي:

- خفض معدل النمو السكاني.
- تحقيق توزيع جغرافي أفضل للسكان.
- الارتقاء بالخصائص السكانية.
- تقليل التفاوتات الديموجرافية والاجتماعية والاقتصادية بين السكان والمناطق المختلفة.

وفي ضوء اعتبار السعي نحو مواجهة التحديات الناشئة عن الأزمة المالية واقتناص الفرص التي قد تنجم عن الاهتمام العالمي بمعالجة قضايا السكان قد يساهم في رفع مستوى التنمية وتحقيق الأهداف المنشودة من وضع السياسات السكانية باعتبارها من أهم أولويات الدولة في المرحلة الراهنة، وذلك من خلال إيجاد المقترحات والحلول المناسبة لتحسين اتجاهات النمو السكاني والتنموي معاً في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة التي تمر بها كافة دول العالم.

وتعتبر السياسات السكانية جزءاً لا يتجزأ من منظومة التنمية الاقتصادية للمجتمع المصري التي يتمثل هدفها الرئيسي في تحسين نوعية الحياة. ومن ثم كخطط استراتيجي يتعين إدماج الاهتمامات السكانية في الإستراتيجيات الإنمائية، والتخطيط وعملية اتخاذ القرار، وتخصيص

الموارد علي جميع المستويات من أجل تعزيز العدالة الاجتماعية والقضاء علي الفقر عن طريق النمو الاقتصادي المطرد في سياق التنمية المستدامة (قطاع السكان وتنظيم الأسرة، وزارة الصحة والسكان، مارس ٢٠٠٧م).

ويعد النمو السكاني السريع من أهم المشكلات التي تواجه التنمية فى مصر وفي ظل وجــود الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الدول النامية بما فيها مصر، مما قد يكون له تأثير ســلبي على التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وقد أسفرت جهود الدولة في مجال تنظيم الأسرة والتوعية بخطورة الزيادة السكانية عن تراجع ملموس في معدل النمو السكاني من ٢,١ % عــام ١٩٩٦م إلى ١,٩١ % عام ٢٠٠٥م، وقد بلغت الزيادة الطبيعيــة للــسكان خــلال عــام ٢٠٠٥م نحــو ١,٣٥٠,٣٤٣ نسمة أي بزيادة شهرية نحو ١١٢,٥٢٩ نسمة، وزيادة يومية نحو ٣,٧٠٠ نــسمة، أي زيادة فرد كل ٢٣,٤ ثانية (الجهاز المركزى للتعبئة العامة والاحصاء، ٢٠٠٦م). لــذا تعــد المشكلة السكانية بأبعادها الثلاثة (الزيادة السكانية والتوزيع السكاني والخصائص السكانية) مــن أخطر المشاكل التي تواجه مصر ولا تعطي فرصة لوجود مستوى تنمــوي عــالي للدولــة ولا للمواطن خصوصا في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة وارتفاع معدلات البطالــة وانخفــاض المعونات المانحة من الدول المتقدمة لمشاريع السكان والتنمية، ولذا تشكل كل من الأزمة المالية ومعدلات الزيادة السكانية معاً في مصر حالياً عائقاً كبيراً أمــام تحقيــق الــسياسات الــسكانية المستهدفة لرفع معدلات النمو الاقتصادي.

وهو ما أدركته أخيراً سياسات الدولة حيث وضعت المشكلة السكانية كأولويــة هامــه فــي نظرتها للتنمية في مصر لمواجهة التحديات التي تواجه مسيرة العمل الوطني، وإدراك الخلل بين أعداد السكان ونموها والموارد الطبيعية والنمو الاقتصادي وتأثير هذا الخلــل علــى النــواحي الاجتماعية والاقتصادية والصحية ورفاهية المجتمع، وهذا يستوجب تكامل الأهداف السكانية مــع خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية (المصدر: الموقع الالكتروني للحزب الوطني الــديمقراطي فيما يخص سياسات الحزب الوطني الديمقراطي بجمهورية مصر العربية). ولكي يكون بالإمكان المساهمة في تحقيق السياسات السكانية المستهدفة بجمهورية مصر العربية فلابد من الوقوف على كافة الأبعاد المؤثرة عليها بما فيها البعد المتعلق بالأزمة المالية العالمية وأبعادها والتحديات التي تقابلها تلك السياسات في ضوء تلك الأزمة والفرص التي يمكن اقتناصها بجانب التمسك بمشاركة جميع قوى المجتمع الحكومي والأهلي والمدني على السواء من خــلال التركيــز علــى مبــدأ اللامركزية في صنع القرار ورسم الخطط والاستراتيجيات التنموية للسكان تبعاً لظروف الأزمة المالية المحيطة بالمجتمع داخل كل محافظة من محافظات جمهورية مصر العربية، وهو ما أكده أيضاً تقرير التنمية البشرية في مصر عام ٢٠٠٤م من مشاركة السلطات الإقليمية والمركزية في مسئولية عمليات اتخاذ القرار التي نحتاجها لتحسين أوضاعنا السكانية وضــمان تحقيــق تنميــة اقتصادية مستدامة للجميع، ولاسيما بالمحافظات التي تعاني قصوراً في معدلات التنمية البــشرية وارتفاع النمو السكاني بها (المصدر: تقرير التنمية البشرية في مصر عام ٢٠٠٤م)، والتي سوف يكون لتأثير الأزمة المالية العالمية أشد على ضعف سبل المعيشة داخل تلك المحافظات وانتــشار

معدلات الفقر والمرض داخل مواطنيها.

تداعيات الأزمة المالية على الوضع السكاني العالمي:

تهدد انتشار الأزمة المالية العالمية بتقويض أحد الأهداف التنموية والصحية للأمم المتحدة وهو تنظيم الأسرة وقد عبر المسئولون بالأمم المتحدة عن مخاوفهم من أن التمويلات المخططة لخدمات الصحة الإنجابية قد تقصّر في تحقيق هدفها. فضلاً عن تأثير الأزمة المالية والاقتصادية العالمية على تفشي وازدياد ظاهرة الهجرة غير الشرعية خصوصاً بين الدول النامية والدول العربية وهو ما دعا خبراء الهجرة الدولية بالأمانة العامة لجامعة الدول العربية خلال الفترة من يونيو- يوليو ٢٠٠٩م إلى ضرورة إدماج قضايا الحد من الهجرة غير الشرعية في استراتيجيات التنمية الاقتصادية (Deen, Thalif, 2009). ووفقا لآخر الإحصائيات الصادرة عن الأمم المتحدة أن مساهمات ومساعدات الجهات الدولية المانحة للأنشطة السكانية استمرت في الزيادة على مدى السنوات السابقة كما تتضح من خلال الجدول التالي:

جدول (١): تقديرات قيم المساهمات والمعونات المتوقعة للجهات المانحة للأنشطة السكانية

الفترة المتوقعة	القيمة (بليون دولار)
٢٠٠٦	٧,٤
٢٠٠٧	٨,١
٢٠٠٨	١١,١
٢٠٠٩	١١,٢

- *المصدر: الأمم المتحدة UN، تقرير لجنة السكان والتنمية، ٢٠٠٩.*

يتضح من الجدول السابق أنه في عام ٢٠٠٦ بلغت مساهمات ومعونات الجهات الدولية لأنشطة وسياسات السكان نحو ٧,٤ بليون دولار ثم ارتفعت إلى حوالي ٨,١ مليار دولار في عام ٢٠٠٧، وقد كان التمويل المتوقع لعامي ٢٠٠٨ يقدر بنحو ١١,١ بليون و في عام ٢٠٠٩ نحو ١١,٢ مليار على التوالي. ولكن في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة في العالم أصبح ليس من المؤكد ما إذا كان المانحون سوف يستطيعوا الإيفاء بمستوى التزاماتهم المستقبلية المتوقعة، والاستمرار في زيادة مستويات التمويل كما فعلوا في السنوات القليلة الماضية لتحقيق السياسات السكانية المستهدفة خصوصا في دول العالم النامي.

وقد أشار تقرير جديد صدر بتزامن مع الدورة التي استمرت أسبوعا للجنة الأمم المتحدة للسكان والتنمية (وثيقة البرنامج القطري) إلى أنه من الممكن أن الإحصائيات النهائية الممثلة لمساهمات ومعونات الجهات الدولية المانحة لأنشطة السياسات السكانية المستهدف لعام ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ سوف تشهد انخفاض في مستويات التمويل لمساعدة السكان في دول العالم الثالث، وأن التهديد الذي يتعرض له التمويل لأنشطة السكان يأتي في وقت كانت فيه الأمم المتحدة قد حذرت من أن من أهدافها الإنمائية للألفية لحلول عام ٢٠١٥م، بما في ذلك خفض ٥٠ % لحالات الفقر والجوع في العالم بحلول عام ٢٠١٥، من المرجح أن تكون عرضة لخطر وبطء تحققها خلال

الوقت المستهدف في جميع أنحاء العالم نتيجة الاضطراب الاقتصادي في ضوء الأزمة المالية العالمية التي تمر بها دول العالم.

فعلى سبيل المثال نجد أن أحد الأهداف الإنمائية للألفية الثمانية والتي يتعلق بوصول الجميع إلى خدمات الصحة الإنجابية ، إلى جانب خفض معدلات وفيات الأمهات بنسبة ثلاثة أرباع فقد كانت المساعدات المالية المستهدفة التي حددها المؤتمر الدولي للسكان والتنمية في مصر نحو ١٥ عاما لم تستطع أن تقابل تلبية ألاحتياجات الحالية للسكان في دول العالم التي نمت بشكل كبير خلال العقد الماضي وفي ظل الأزمة المالية الاقتصادية الراهنة. وقد حدد المؤتمر ٢٠,٥ مليار دولار لعام ٢٠١٠ ، ولكن يعتبر هذا الرقم ليس كافي لتلبية الاحتياجات الحالية للبلدان النامية في مجال تنظيم الأسرة والصحة الإنجابية والأمراض المنقولة بالاتصال الجنسي (فيروس نقص المناعة البشرية / الإيدز) وإعداد البحوث الأساسية والبيانات والسكان والتنمية وتحليل السياسات السكانية المستهدفة

وقد أشار صندوق الأمم المتحدة للسكان إلى أن فجوة التمويل في مجال الصحة الإنجابية والسكان وخاصة تنظيم الأسرة، لابد من معالجتها على وجه السرعة لضمان إحراز تقدم ملموس في السياسات السكانية المستهدفة عالمياً. وأشار إلى أن نسبة المساعدات المقدمة من المانحين لتنظيم الأسرة وحدها كنسبة مئوية من مجموع المساعدات السكانية قد انخفضت من ٥٥% في عام ١٩٩٥ حيث بلغ مجموعها ٧٢٣ مليون دولار إلى ٥% فقط في عام ٢٠٠٧، بلغ مجموعها ٣٣٨ مليون دولار فقط، وإذا لم يحدث تراجع في نسب انخفاض التمويل الدولي لخدمات تنظيم الأسرة فإن ذلك يهدد بعرقلة الجهود الدولية لتحقيق الأهداف الإنمائية للألفية ، ولن يكون بمقدرة المنظمات الدولية والسياسات السكانية المستهدفة للقضاء على الفقر المدقع والجوع وعدم المساواة وتحقيق الأهداف الإنمائية الأخرى، ما لم يتم إيلاء اهتمام أكبر لقضايا السكان وتخصيص مزيد من الموارد الاقتصادية لتمكين المرأة والصحة الإنجابية، بما في ذلك الرعاية الصحية للأمهات وتنظيم الأسرة، خصوصاً أن هناك حوالي ٢٠٠ مليون امرأة في دول العالم النامي لديهن احتياجات غير ملباة لوسائل منع الحمل الفعالة، وتوجد أعلى نسبة لهن في قارة أفريقيا. وقد أشارت التقديرات الحالية في ظل الأزمة المالية العالمية إلى وجود فجوة في الاحتياجات غير الملباة بالدول النامية في مجال تنظيم الأسرة وعدم إحراز تقدم في بعض المؤشرات الرئيسية مثل وفيات الأمهات وانتشار الأمراض. وقد أنتجت الأزمة تأثيرات متباينة بصورة واسعة النطاق. فمنذ بداية الأزمة كثير من الدول تفاقمت لديها آثار سلبية، والتي اختلفت حسب كل دولة ومستوى التنمية بها (United Nations, DESA, 2009).

أهم التحديات والفرص باستخدام منهجية SWOT:

قد قامت ورقة العمل بإعداد الجدول التالي الذي يعكس مجموعة من التحديات والفرص التي قد يكون لها تأثير على تحقيق السياسات السكانية المستهدفة في مصر في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية، وذلك على النحو التالي:

جدول (٢): أهم الفرص والتحديات لتحقيق السياسات السكانية المستهدفة في مصر في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة

	(ب)	(أ)
	W جوانب الضعف	S جوانب القوة
داخلي	١- اقتصادية: ▪ ارتفاع مؤشرات الفقر بين السكان خاصة للإناث . ▪ زيادات سريعة في معدلات البطالة والفقر والجوع. ▪ تباطؤ معدلات النمو والانكماش الاقتصادي. ▪ آثار سلبية على الموازين التجارية وميزان المدفوعات. ▪ تضاؤل مستويات من الاستثمار الأجنبي المباشر. ▪ التغيرات الكبيرة والمتقلبة في معدلات الصرف. ▪ تزايد العجز في الميزانية، وانخفاض عائدات الضرائب والحد من الحيز المالي. ▪ انعكاس هائل من تدفقات رأس المال الخاص. ▪ انخفاض ثقة الجمهور في المؤسسات المالية. ▪ انخفاض القدرة على الحفاظ على شبكات الأمان الاجتماعي وتوفير الخدمات الاجتماعية الأخرى، مثل الصحة والتعليم. ▪ انهيار أسواق العقارات والإسكان. ٢- ديموجرافية: ▪ زيادة معدل وفيات الرضع والأمهات. ▪ تباين مستويات مؤشرات التنمية البشرية والديموجرافية بين المحافظات المختلفة في مصر. ▪ الحاجة إلى زيادة عدد المساكن لمواجهة النمو السكاني. ▪ الهرم السكاني في مصر ذو قاعدة عريضة ويمثل ٤٠% من تكوينه مواطنين صغار السن في طريقهم للدخول في سن الزواج، الأمر الذي سيتطلب احتياجات من الخدمات أضعاف ما كان موجوداً في ذلك الوقت مما سيزيد	١- اقتصادية: ▪ توافر العمالة الماهرة المصرية التي لم تتوفر لها الظروف المناسبة للعمل بجانب إلى القوة البشرية العاطلة المهيأة للتدريب السريع واستثمارها. ▪ توافر المساحات الصحراوية الشاسعة منتظرة للإستصلاح والاستثمار الزراعي والعقاري. ▪ توافر المياه في مصر سواء كانت نيلية أو جوفية . ▪ وجود أكبر سوق إستهلاكي فى الشرق الأوسط. ▪ وجود اتفاقيات عديدة مع الأسواق الإقليمية والعالمية. ▪ ضعف إقراض الأموال المصرية لبنوك خارجية واستغلالها لأهداف التنمية في مصر ▪ زيادة اهتمام من قبل البنوك بعدم إقراض أشخاص لا يتمتعون بذمة مالية قوية تجعلهم غير قادرين على الوفاء بسداد ديونهم للبنك . ٢- ديموجرافية: ▪ قرب مصر من مرحلة التحول الديموجرافى من خلال الانتقال من معدلات الإنجاب والوفيات المرتفعة إلى المعدلات المنخفضة. ▪ استغلال الهبة الديموجرافية أى (زيادة نسبة السكان الداخلين فى سوق العمل إلى اجمالى السكان وخفض معدلات الإعالة إلى أدناها) ومدى إمكانية وتوقيت حدوث ذلك فى مصر فى ضوء مراحل التحول الديموجرافى المتوقعة. ▪ تكثيف الاهتمام ببرامج تنظيم الأسرة وصحة الأم والطفل.

	العبء أضعافاً مضاعفة على الحكومة والقيادات التنفيذية. ▪ انتشار الزواج المبكر في الريف، وتفضيل الذكور. ٣- ثقافية: ▪ العادات والتقاليد فيما يخص الخصوبة وتفضيل حجم الأسرة الأكبر. ▪ قلة الاهتمام بالمناطق الريفية عن الحضرية في التوعية بالمشاكل السكانية. ▪ الفجوة الإعلامية وغياب الخطاب الديني في مجال المشكلة السكانية. ٤- اجتماعية: ▪ عدم وجود تعاون وتنسيق بين الجهات الحكومية والأهلية لترسيخ مفهوم الأسرة ذات الطفلين. ▪ تراجع دور الجمعيات الأهلية والمجتمع المدني. ▪ قلة الاهتمام ببرامج نوعية التعليم ومحو الأمية وعدم التطور الكافي للبنية الأساسية للمؤسسات التعليمية في المناطق الريفية بالدولة. ٥- إدارية: ▪ عدم وجود سياسة لترشيد توزيع الوسائل تأخذ في الاعتبار كل من التوزيع العمري والمناطق الجغرافية داخل الدولة. ▪ قلة جودة الخدمات المقدمة في مجال تنظيم الأسرة. ▪ عدم وجود دعم مستمر لتوفير وسائل تنظيم الأسرة وقياس كفاءتها. ▪ عدم تفعيل بعض القوانين مثل قانون التعليم الإلزامي ومنع التسرب وقوانين تجريم الزواج المبكر وعمالة الأطفال. ▪ عدم تطبيق نظم اللامركزية في السياسات السكانية ولاسيما في محافظات الوجه القبلي لتحقيق الخصوبة المستهدفة.	٣- ثقافية: ▪ تغيير ثقافة ونظرة المجتمع تجاه المرأة وقضاياها. ▪ ٤- إدارية: ▪ زيادة دور الحكومة في الرقابة المالية والاقتصادية وعدم إتباع نظم التطرف الإقتصادى وترشيد النفقات العامة. ▪ توافر العديد من المجالات الصناعية والزراعية والتجارية في مصر قابلة للاستثمار. ▪ بدء اهتمام الدولة بضرورة تطبيق نظام الحوافز الإيجابية في برامج تنظيم الأسرة لخفض معدلات الإنجاب في المستقبل. ▪ الاهتمام بالتوسع في استخدام الكوادر البشرية المدربة من الرائدات والمثقفات الصحيات لنشر الوعي الصحي والسياسات السكانية المستهدفة داخل كافة المراكز الصحية والاجتماعية بالدولة ولاسيما الريفية منها.
	▪ T- التحديات	▪ O- الفرص
خارجي	▪ تقلص التجارة العالمية ▪ زيادة التقلب وهبوط أسعار السلع الأولية بين	▪ لإمكانات المتاحة للاستثمار المصري في الشرق الأوسط ودول أفريقيا.

	الدول ▪ تراجع المعونات والتحويلات المالية إلى البلدان النامية. ▪ انخفاض حاد في العائدات من السياحة. ▪ تدني فرص الحصول على الائتمان وتمويل التجارة. ▪ عدم وجود خطط استراتيجية دولية وقومية لتعظيم الاستفادة من الهبة الديموجرافية لدعم النمو الاقتصادى، من زيادة نسبة السكان الداخلين فى سوق العمل لخفض معدلات البطالة، حتى لا تكون لهذه الزيادة انعكاسات سلبية على كل من الاستقرار الاقتصادي وكذلك الاجتماعي والسياسي في مصر. ▪ قلة الهيئات الأجنبية الممولة للمشاريع المعنية ببرامج تنظيم الأسرة وخفض الخصوبة في ظل سوء الاقتصاد المالي العالمي. ▪ ضعف مؤشرات التقدم نحو تحقيق الأهداف الإنمائية للأمم المتحدة بحلول عام ٢٠١٥م.	▪ وجود سياسات واستراتيجيات مستقبلية على المستوى القومي تركز اهتمامها وخدماتها على المناطق الجغرافية. ▪ إنخفاض الأسعار العالمية بشكل ملحوظ لبعض السلع. ▪ وجود اهتمام عربي بضرورة إنشاء قوى اقتصادية عربية لمواجهة التكتلات والاندماجات الدولية. ▪ الاستفادة من خبرات بعض الدول التي نجحت في استغلال فرصة الهبة الديموجرافية. ▪ الاستفادة من خبرات بعض الدول التي نجحت في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية. ▪ وجود بعض الهيئات الدولية التي تمول المشاريع المرتبطة بالسكان والتنمية بمصر مثل صندوق الأمم المتحدة للسكان اليونيسيف وغيرها. ▪ الاستفادة من تجارب وإجراءات الدول المتقدمة التي نجحت في خفض معدلات الخصوبة بها. ▪ وجود اقتصاد قوى للدولة. ▪ احتلال الدولة مرتبه متقدمة في دليل التنمية البشرية. ▪ ارتفاع معدلات التصدير / الاستيراد. ▪ زيادة معدلات المنافسة التجارية في أسواق العمل العالمية. ▪ توقع تحقيق المزيد من الوفورات في النفقات العامة للقطاعات الخدمية (التعليم، الصحة،الدعم الغذائي،المرافق) خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٣٠م) تقدر بحوالي ١٧٢,٤ مليار جنيه في حالة الوصول إلى مستوى الإحلال (٢,١ طفل/سيدة) عام ٢٠١٧م.

التوصيات:

ضرورة مراجعة وتقييم الممارسات والنظم المالية وتصحيح مسار الرأسمالية وسياسة الاقتصاد الحر بشكل يوفر للاقتصاد المصري استقراراً مالياً مستقلاً واقتصادياً أفضل بما يدعم

السياسات السكانية المستهدفة التي تحقق نمو وتطور اقتصادي قابل للاستمرار.

المراجع والمصادر:

- عبد المعبود، داليا، ٢٠٠٩م: "الأزمة المالية العالمية وأثرها على علي العالم العربي"، إدارة مشروع "الطرق المؤدية إلى التعليم العالي".
- وزارة الصحة والسكان بالتعاون مع المجلس القومي للسكان، ٢٠٠٥م: "المسح السكاني الصحي"، DHS، مصر ٢٠٠٥م
- وزارة الصحة والسكان بالتعاون مع المجلس القومي للسكان، ٢٠٠٨م: "المسح السكاني الصحي"، DHS، مصر ٢٠٠٨م

وزارة الصحة والسكان ، صندوق الأمم المتحدة ٢٠٠٢ الخطة الإستراتيجية القومية للسكان ٢٠٠٢ - ٢٠١٧

اجتماع العربي الثاني لخبراء الهجرة الدولية التقرير والتوصيات والمرفقات ، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية، يونيو - يوليو ٢٠٠٩.

الأسرج، حسين عبد المطلب، ٢٠٠٩م: تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري"، http://mpra.ub.uni-muenchen.de.

إحصائيات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء ، ٢٠٠٦م

تقرير التنمية البشرية في مصر عام ٢٠٠٤م

تقرير دليل التنمية البشرية ، الأمم المتحدة، ٢٠٠٥م

Deen, Thalif, 2009: "POPULATION: Global Financial Crisis Threatens Family Planning", UNITED NATIONS, Apr 2009 (IPS).

United Nations, DESA, 2009 "Financial and Economic Crisis", Department of Economic and Social Affairs, (http://www.un.org /en/ development/ desa/ financial-crisis/ index. shtml).

United Nations, DESA, 2009 "Outcome of the Conference on the World Financial and Economic Crisis and Its Impact on Development", United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Financing for Development Office, (http:// www.un.org /esa /ffd/ documents/ Outcome 2009. pdf) , New York, 24-30 June 2009 and endorsed by the General Assembly in its resolution 63/303 of 9 July 2009.

مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

الإطار العام للأنشطة والخدمات

تتعدد خدمات مركز الاستشارات والبحوث والتطوير بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية التي يقدمها للباحثين العلميين وطلبة البكالوريوس والدراسات العليا والشركات والمؤسسات والهيئات والمنظمات المختلفة ؛ انطلاقاً من رسالته في المشاركة والتفاعل مع قضايا المجتمع ودعم القرار على مستوى الوحدة والمستوى القومي وفي ضوء هذه الاستراتيجية يمارس الأنشطة والخدمات البحثية التالية:

١- **نشاط البحوث العلمية الممولة والتعاقدية :** وتقوم بهذا النشاط وحدة البحوث العلمية .

٢- **نشاط بحوث التسويق ودراسة الأسواق المحلية والعربية :** وتقوم به وحدة بحوث السوق المحلية والعربية .

٣- **نشاط تقييم الأداء والمشروعات ودراسة الجدوى وإعادة الهيكلة والتأهيل للأيزو :** وتقوم به وحدة تقييم المشروعات ، ودراسة الجدوى ، وإعادة الهيكلة .

٤- **نشاط المؤتمرات والندوات والملتقيات وورش العمل :** وتقوم به وحدة المؤتمرات ، والندوات ، وورش العمل من خلال التعامل مع المشاكل الإدارية والاقتصادية على مستوى الوحدات والمستوى القومي والبحث في الحلول العلمية والعملية لها .

٥- **نشاط مجلة البحوث الإدارية :** وهي مجلة علميّة مُحكّمة دورية ربع سنوية وتقوم به وحدة مجلة البحوث والتصحيح اللُّغوي.

٦- **نشاط الإصدارات والبحوث الاستطلاعية والترجمة والنشر :** ويتم من خلال وحدة متخصصة لذلك .

٧- **نشاط التحليل الإحصائي :** من خلال الاستشارات الاحصائية والحزم البرمجية الحديثة ؛ لتقديم الدعم للباحثين على مختلف مستوياتهم ؛ من أجل إعداد البحوث والتعامل مع البيانات ، وتحليلها إحصائياً على مستوى البكالوريوس ، والدراسات العليا .

٨- **نشاط الخدمات البحثية وقواعد البيانات :** من خلال وحدة قواعد بيانات متضمنة : رسائل الماجستير والدكتوراه ، ومجلة البحوث الإدارية ؛ وبحوث مشروعات تخرج طلاب كلية الإدارة ، والبحوث الإدارية ، والاقتصادي[illegible] بالإضافة إلى تقديم الخدمات البحثية المتكاملة لطلبة الكلية ، والدراسات العليا ، والباحثين العلميين على اختلاف درج[illegible]

هذا ويقدم مركز الاستشارات والبحوث والتطوير جميع المعلومات عن الأنشطة والخدمات البحثية ؛ [illegible] موقع المركز على الإنترنت بالتعاون مع : قواعد بيانات الشبكة القومية للمعلومات ، وقواعد بيانات القوا[illegible] والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء ، والجامعة الأمريكية ، وشبكة الجامعات المصرية .

٩- **نشاط وحدة التصحيح اللُّغوي :** حيث تقوم بتدقيق رسائل الماجستير والدكتوراه ، والعضوية والزمالة الت[illegible] بالأكاديمية ، وكذلك الأبحاث المُحكّمة لمجلة البحوث الإدارية تدقيقاً لُغوياً ، وهناك اتجاه للخروج بهذه الخ[illegible] إلى الجامعات المصرية بل والجامعات العربية والإسلامية .

